

上海润达医疗科技股份有限公司

公开发行可转换公司债券

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 概述

编号:【新世纪债评(2020)010793】

**评级对象:** 上海润达医疗科技股份有限公司公开发行可转换公司债券

**主体信用等级:** AA

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AA

**计划发行:** 不超过(含)5.50亿元

**本期发行:** 不超过(含)5.50亿元

**存续期限:** 6年

**增级安排:** 无

**评级时间:** 2020年5月25日

**发行目的:** 项目建设

**偿还方式:** 每年付息一次的付息方式,到期归还本金和最后一年利息。

### 务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	3.12	0.65	3.19	2.03
刚性债务	24.33	18.93	21.90	23.95
所有者权益	20.21	19.51	19.93	20.47
经营性现金净流入量	0.56	4.16	2.57	-0.81
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	71.25	75.43	90.33	89.82
总负债	43.77	44.12	55.16	54.29
刚性债务	30.47	26.97	34.16	38.59
所有者权益	27.49	31.31	35.16	35.53
营业收入	43.19	59.64	70.52	12.99
净利润	2.97	4.32	5.11	0.51
经营性现金净流入量	-0.88	5.39	2.47	-2.77
EBITDA	6.59	10.02	11.70	-
资产负债率[%]	61.43	58.49	61.07	60.45
权益资本与刚性债务 比率[%]	90.21	116.09	102.94	92.08
流动比率[%]	120.30	119.18	108.11	108.41
现金比率[%]	17.72	10.73	18.83	16.09
利息保障倍数[倍]	4.54	4.15	4.00	-
净资产收益率[%]	11.96	14.70	15.38	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-3.63	15.88	5.60	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-58.70	5.42	-0.69	-
EBITDA/利息支出[倍]	6.02	5.34	5.11	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.29	0.35	0.38	-

注:根据润达医疗经审计的2017~2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

贾飞宇 jfy@shxsj.com

王婷亚 wty@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

### 评级观点

#### 主要优势:

- **良好的外部环境。**在国内经济持续增长,同时人口老龄化趋势加剧的大环境下,体外诊断市场需求大幅增加;现阶段国家对医疗领域的投入和政策支持力度加大,润达医疗所处的外部环境良好。
- **实际控制人变更事项。**2019年10月,润达医疗完成股权变更事项,控股股东变为杭州市下城区国有投资控股集团有限公司,实际控制人变更为杭州市下城区人民政府,有利于公司拓展融资渠道及与公有制医疗机构更好的开展合作。
- **经营业绩持续增长。**近年来,随着润达医疗物流配送网络的逐步完善,综合服务业务的快速发展,东北、华北及华中等其他地区业务业务规模的不断扩大,营业收入实现了较快增长。
- **融资渠道畅通。**润达医疗作为上市公司,在资本市场和债券市场具有多种融资渠道,均有利于债务偿付能力的提升。此外,公司尚有一定规模未使用银行授信,后续仍有一定的融资空间。

#### 主要风险:

- **市场竞争压力。**润达医疗体外诊断产品的供应受制于制造商生产营销政策等因素的影响,且所处的体外诊断产品流通与服务行业集中度较低,近年来市场竞争程度有所加剧,公司面临一定的经营风险。公司立足华东并逐步向全国范围扩展,亦将面临较大的市场拓展压力。
- **债务偿付压力。**润达医疗下游客户的回款周期相对较长,致使公司应收账款规模快速扩张。同时下游客户相关资金占用致使公司短期刚性债务压力较大。

- **并购整合及商誉减值风险。**润达医疗近年的投资规模较大、并购整合活动较多，且相关收购溢价较高，已形成大额商誉，使公司面临一定的并购整合及商誉减值风险。
- **存货跌价风险。**体外诊断试剂及耗材产品有效期相对较短，随着润达医疗经营规模的扩大，相应增加了产品储备，近年存货报废金额持续增加，公司面临存货跌价风险。
- **贸易摩擦风险。**润达医疗部分产品采购自美国市场，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，相关产品进口难度或将提升，需关注其对公司经营及财务的影响。
- **新冠肺炎疫情影响。**2020年初全国爆发新冠肺炎疫情，受疫情影响医院常规就诊人数减少，从而对公司部分相关检测产品的销售造成一定的影响。目前，疫情影响有望逐渐消退，医院门诊量正逐步恢复，公司生产经营已逐步回归正常。但仍需持续关注疫情对公司经营和财务的影响情况。

#### ➤ 未来展望

通过对润达医疗及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司/AA 主体信用等级，评级展望为稳定。认为本次债券还本付息安全性高，并给予本次债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 上海润达医疗科技股份有限公司公开发行可转换公司债券

# 信用评级报告

### 概况

#### 1. 发行人概况

上海润达医疗科技股份有限公司（以下简称“润达医疗”、“该公司”或“公司”）为上海证券交易所上市公司（股票代码“603108.SH”）。公司前身为上海润达经贸有限公司，于1999年1月6日在上海市金山区朱泾镇注册成立。公司成立后，经多次股权转让及增资，截至2010年7月末，公司注册资本为人民币1,218.28万元。2010年11月，公司召开“上海润达医疗科技股份有限公司创立大会暨第一次股东大会”，以2010年7月31日为基准日，整体变更为股份有限公司，变更后公司注册资本为人民币6,600万元，并于2010年12月17日办妥工商变更手续。公司变更为股份有限公司后，经数次股权转让及增资，截至2015年4月末，公司注册资本为人民币7,052.63万元。2015年5月，经中国证券监督管理委员会“证监许可[2015]842号”《关于核准上海润达医疗科技股份有限公司首次公开发行股票批复》核准，公司在上海证券交易所上市<sup>1</sup>，公司总股本增至0.94亿股。其后，经过公积金转增股本<sup>2</sup>、非公开发行股票<sup>3</sup>等，截至2020年3月末，公司总股本增至5.80亿股。

2019年9月，该公司披露了《关于公司控股股东、大股东协议转让股份暨控股股东、实际控制人变更的提示性公告》（公告编号：临2019-070）：朱文怡、冯荣、卫明、陈政、胡震宁、上海达恩慧投资有限公司及李青7名股东于2019年8月31日与杭州市下城区国有投资控股集团有限公司（以下简称“下城国投”）、刘辉签署了《朱文怡、冯荣等7方与杭州市下城区国有投资控股集团有限公司、刘辉关于上海润达医疗科技股份有限公司之股份转让协议》（以下简称“《转让协议》”）及附件协议，相关股东以12.95元/股的价格向下城国

<sup>1</sup> 该公司首次上市募集资金净额3.61亿元，其中2.58亿元用于综合服务扩容及信息管理平台升级改造项；0.79亿元用于自有体外诊断产品扩产项目；0.23亿元用于研发实验室建设项目。

<sup>2</sup> 2016年5月，该公司根据2015年年度股东大会审议通过的《关于2015年度利润分配预案及资本公积金转增股本预案》，以2015年12月31日总股本0.94亿股为基数，以资本公积向全体股东每10股转增20股，转增后，润达医疗股本增加至2.82亿股；2017年5月，公司以2016年12月31日的公司股本总数3.22亿股为基数，向全体股东每10股派发现金股利人民币0.75元（含税），共计派发现金股利0.24亿元，同时以资本公积金向全体股东每10股转增8股，公司总股本增加至5.80亿股。

<sup>3</sup> 经该公司2016年第一次临时股东大会及2016年第四次临时股东大会审议通过，并经中国证券监督管理委员会核准（证监许可[2016]1783号文），2016年11月，公司通过非公开发行0.40亿股新股，募集资金净额11.09亿元，募集所得全部资金将用于补充公司流动资金。本次非公开发行后，公司股本由2.82亿股增加至3.22亿股。

投转让其持有的合计 1.16 亿股（占公司总股本的 20.02%）公司股份。本次协议转让的股份过户登记手续已完成，取得中国证券登记结算有限责任公司上海分公司出具的《过户登记确认书》，过户日期为 2019 年 10 月 30 日。股权转让完成后，下城国投持有公司 1.16 亿股股份，占公司总股本的 20.02%，同时依据《转让协议》约定：冯荣、卫明将本次交易完成后持有公司剩余股份的表决权授权给下城国投行使，下城国投合计持有 27% 的公司股东大会表决权，成为公司的控股股东。公司实际控制人由刘辉和朱文怡变更为杭州市下城区人民政府。

该公司为体外诊断渠道流通和综合服务商，业务涉及体外诊断产品流通和服务，以及自有体外诊断产品生产、销售等，其中体外诊断产品流通业务收入约占公司营业收入的 95% 左右。公司构建的产品供应体系涵盖了近 1,200 家不同厂商提供的近 19,000 个品项的体外诊断相关产品，产品供应体系已基本覆盖了业内主流的供应商和产品。截至 2019 年底，公司已累计为全国 4,000 余家各级医疗机构提供专业的体外诊断产品和技术服务支持，服务网络已经基本覆盖全国市场。

## 2. 债项概况

### (1) 债券条款

该公司本次申请发行的可转换公司债券已于 2019 年 3 月获公司 2019 年第一次临时股东大会审议通过，并于 2020 年 4 月获得中国证监会出具的《关于核准上海润达医疗科技股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可[2020]586 号）。公司本次计划发行可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券，该可转换公司债券及未来转换的 A 股股票将在上海证券交易所上市。本次拟发行的可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 5.50 亿元（含 5.50 亿元），具体募集资金数额由董事会在上述额度范围内确定。

**图表 1. 拟发行的本次债券概况**

债券名称:	上海润达医疗科技股份有限公司公开发行可转换公司债券
总发行规模:	不超过（含）5.50 亿元人民币
本期发行规模:	不超过（含）5.50 亿元人民币
本次债券期限:	自发行之日起 6 年
债券利率:	本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平由董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。
转换标的:	润达医疗 A 股股票（603108.SH）
转股期限:	本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
转股价格的确定及其调整:	1、本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调

	<p>整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算)和前1个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格由董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定。</p> <p>2、在本次发行之后，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股(不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况，转股价格将进行相应调整。</p>
转股价格向下修正:	<p>1、修正权限与修正幅度:在本次发行的可转换公司债券存续期间,当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的90%时,公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。</p> <p>2、若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形,则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算,在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。</p>
转股股数确定方式:	<p>本次发行的可转换公司债券持有人申请转股时,转股数量=可转换公司债券持有人申请转股的可转换公司债券票面总金额/申请转股当日有效的转股价格,并以去尾法取一股的整数倍。</p>
赎回条款:	<p>1、在本次发行的可转换公司债券期满后5个交易日内,公司将赎回全部未转股的可转换公司债券,具体赎回价格由董事会根据发行时市场情况与保荐人(主承销商)协商确定。</p> <p>2、在本次发行的可转换公司债券转股期内,当下述两种情形的任意一种出现时,公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。(1)公司A股股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%(含130%);(2)当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币3,000万元。</p>
回售条款:	<p>1、在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度,如果公司股票在任何连续30个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时,可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。</p> <p>本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度,可转换公司债券持有人可在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次,若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的,该计息年度不能再行使回售权,可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。</p> <p>2、若本次发行可转换公司债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现变化,且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的,可转换公司债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利。在上述情形下,可转换公司债券持有人可以在回售申报期内进行回售,在回售申报期内不实施回售的,自动丧失该回售权。</p>
增级安排:	无

资料来源:润达医疗

该公司2017年以来证券市场注册发行债务融资工具情况如图表2所示。

**图表 2. 公司历史注册发行债务融资工具概况**

债项名称	发行金额(亿元)	期限(天/年)	发行利率(%)	发行时间	到期日期	本息兑付情况
17 润达 01	6.30	3年(1+1+1)	6.50	2017年9月	2018年9月	已兑付
17 润达 02	3.00	3年(2+1)	6.70	2017年11月	2019年11月/2020年11月	当期余额为2.00亿元,尚未到期、正常付息。

资料来源:润达医疗

## (2) 募集资金用途

本次发行可转换公司债券的募集资金总额不超过(含)5.50亿元,拟用于综合服务扩容项目,该项目预计总投资6.61亿元,拟使用募集资金金额5.50亿元。

## ■ 综合服务扩容项目概况

本项目拟围绕润达医疗主营业务，募集资金主要投向公司（包括全资子公司）的医学实验室综合服务，用于采购开展前述业务所需的仪器设备、试剂及其他耗材。此外，信息化服务作为公司实验室综合服务的重要组成部分，本项目拟将部分募集资金投向公司信息化服务体系升级与开发，进一步完善公司实验室综合服务能力。

该项目建设内容主要包括采购仪器设备、信息化服务体系升级与开发和铺底流动资金，预计投入资金分别为 4.96 亿元、0.23 亿元和 1.42 亿元。其中采购仪器设备、铺底流动资金使用主要系为医疗机构等客户提供体外诊断仪器设备及试剂、耗材，项目具体实施地点为各客户所在地；信息服务体系升级与开发的实施地点为公司信息系统服务器所在地上海市金山区卫昌路 1018 号。该项目建设期预计为 2 年，运营期为 5 年。预计项目实施达产后年均可实现销售收入 90,611.78 万元、年均净利润 7,781.91 万元；本项目税后内部收益率（IRR）为 20.20%。

图表 3. 项目投资概算（单位：万元）

项目名称	预计总投资金额	内容
采购仪器设备	49,578.33	分两年采购，其中第一年采购仪器设备金额 25,156.67 万元，第二年采购仪器设备金额 24,421.67 万元。
信息化服务体系升级与开发	2,324.50	SAP 系统升级改造、SIMS 系统及 B2B 系统升级改造、POCT 管理系统开发等
铺底流动资金	14,182.60	—
合计	66,085.43	—

资料来源：润达医疗

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发

达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高

速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业因素

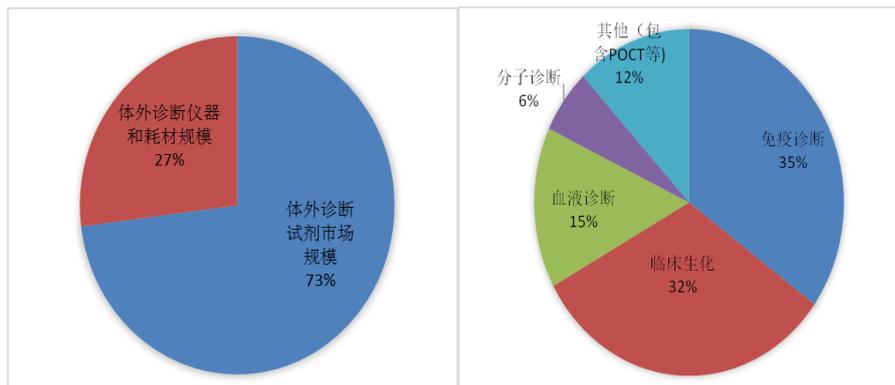
我国目前体外诊断市场发展程度不高，人均体外诊断支出水平普遍较低；但随着我国经济的持续发展，人民收入水平不断提高，同时人口老龄化带来的市场需求持续扩大，市场发展空间较广阔。

### A. 行业概况

体外诊断，即 IVD (In Vitro Diagnosis)，是指在人体之外，通过对人体血液、体液、组织等样本进行检测，从而判断疾病或机体功能的诊断方法，可提供大部分临床诊断的决策信息，是人类疾病预防、诊断、治疗的重要组成部分。其产品按使用类型可分为检测仪器、试剂和耗材等；按检测原理和方法可分为生化诊断、免疫诊断、分子诊断、血液学诊断和即时检验 (POCT) 等。

体外诊断仪器的使用寿命一般超过 5 年，而试剂是一次性消耗品，因此在整个体外诊断市场中，试剂占绝大部分市场份额。根据中国医药工业信息中心发布的《中国健康产业蓝皮书(2019)》，2018 年我国 IVD 产品市场规模约为 604 亿元，其中诊断试剂市场规模约为占体外诊断市场规模的 73%。从检测原理方法来看，由于我国技术基础较薄弱，因此技术门槛相对较低的生化诊断和免疫诊断产品目前市场份额较大，合计占比约 60%。

图表 4. 我国体外诊断产品及诊断试剂市场细分占比情况



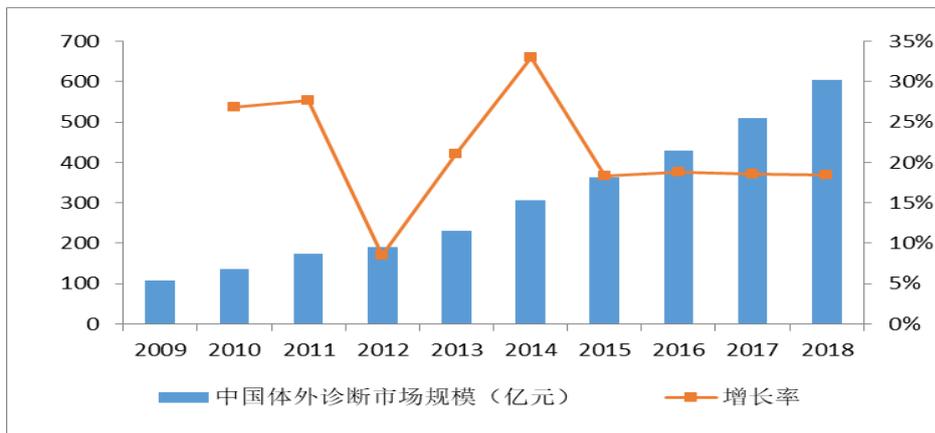
资料来源：Kalorama Information、工信部 IVD 市场蓝皮书

体外诊断市场规模与一国人口基数、人均医疗支出、医疗保障水平、医疗技术及服务水平等因素息息相关。从世界体外诊断市场的分布情况看，发达国家收入及保障水平高于发展中国家，是全球主要的体外诊断市场，其中美国、西欧和日本为全球前三大体外诊断市场，市场份额分别为 41%、25%、9%；虽然我国为世界上人口最多的国家，但我国体外诊断市场仅占全球市场

不足 7%。但发达国家市场相对成熟，发展较为平稳，预计未来增速在 2%~3%；而中国、印度等发展中国家人均体外诊断支出水平仍较低，随着经济生活水平提高，体外诊断处于较快发展，预计市场需求增速约为 10%，是全球体外诊断市场发展的主要推动力。

我国体外诊断行业起步较晚，近年来增长较快。历经数年发展，市场规模已由 2009 年的 108 亿元增长至 2018 年的 604 亿元，年复合增长率为 21.08%。其中，诊疗需求增加、常见慢性疾病（如糖尿病等）的诊断普及和疾病筛查的推广是国内体外诊断市场增长的主要动力。

图表 5. 2009 年以来中国体外诊断市场发展情况<sup>4</sup>



资料来源：中国医药工业信息中心、医械研究院

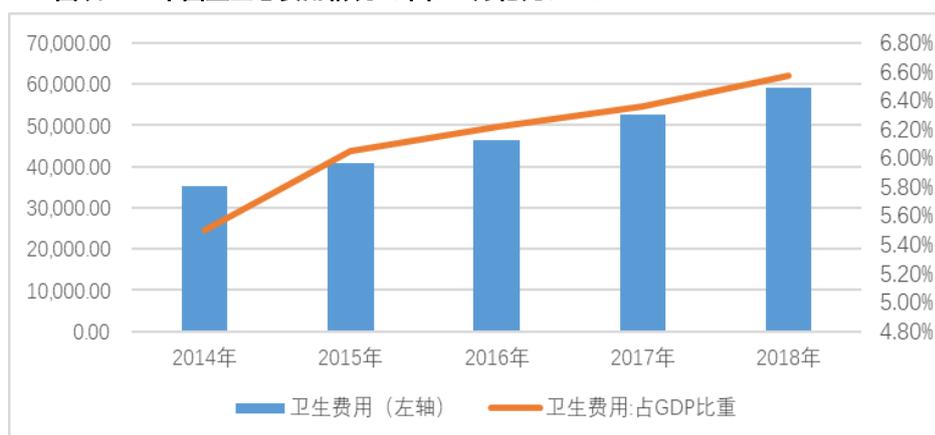
体外诊断产品客户主要包括各种医疗机构、第三方检测中心、国家公共卫生检测中心及个人等。其中医疗机构占据 90% 的市场份额，包括各类医院、社区医疗服务中心、乡镇卫生院和体检中心等，其中医院是我国体外检测产品的主要需求市场。

**近年来，政府不断加大对医疗卫生领域的资金投入，体外诊断市场面临了较好的外部发展机遇。**

医疗保健消费作为人们的基本需求，具有明显的刚性需求特征，且往往随着居民收入的增长优先得到满足，政府也高度重视卫生事业的发展，逐年加大对卫生事业的财政投入，医疗服务行业发展迅速。2007 年，我国卫生总费用首次突破万亿元，达到 11,289.5 亿元。根据中华人民共和国国家统计局最终核算，2018 年我国卫生总费用达 59,121.90 亿元，人均卫生总费用为 4,236.98 元，我国当年 GDP 为 919,281.1 亿元，计算可得当年卫生总费用占 GDP 百分比为 6.43%。

<sup>4</sup> 2015 年体外诊断市场规模数据来自于东兴证券研究所。

**图表 6. 中国卫生总费用情况（单位：万亿元、%）**



资料来源：Wind

国家卫生费用支出由政府卫生支出、社会卫生支出和个人卫生支出三部分组成，近年来随着我国政府加大了投入力度，政府支出占卫生总费用的比例逐年提升，个人支出比例逐年下降。2005年，我国卫生总费用中个人卫生支出比重高达 52.5%，政府预算卫生支出和社会卫生支出分别仅占 17.9%和 29.9%。到了 2018 年个人卫生支出的比重下降到 28.6%，政府预算和社会卫生支出的比重分别提高到 27.7%和 43.7%。

根据中华人民共和国国家统计局最终数据，截至 2018 年末，全年参加基本医疗保险人数 13.45 亿人，同比增加 1.68 亿人，其中参加城乡居民基本医疗保险人数 8.97 亿人，同比增加 0.24 亿人。全年资助 4,972 万人参加基本医疗保险，医疗救助 3,825 万人次。当年末全国共有医疗卫生机构 99.7 万个，其中医院 3.3 万个，全年总诊疗人次 83.1 亿人次。

**图表 7. 我国医药制造行业重要影响因素变化情况**

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
我国人口数（亿人）	13.68	13.75	13.83	13.90	13.95
60 岁以上人口占比（%）	15.55	16.10	16.70	17.30	17.90
城镇基本医疗保险参保人数（亿人）	5.97	6.66	7.44	11.77	13.45
城镇基本医疗保险支出（千亿元）	8.13	9.31	10.77	14.42	17.82
城镇居民人均可支配收入（万元）	2.88	3.12	3.36	3.64	3.93
国医疗卫生机构总诊疗人次数（亿人次）	76.02	76.99	79.32	81.83	83.08
卫生费用（万亿元）	3.53	4.10	4.63	5.26	5.91

数据来源：中华人民共和国国家统计局、新世纪评级整理

## B. 政策环境

近年来，我国陆续出台一系列法律法规和产业政策，规范和扶持体外诊断产业发展。随着国家对医疗行业，生物技术产业化发展的重视，体外诊断将在国内产业升级中获得高速发展的契机。此外，随着新医改的推行、严控药占比的推进、分级诊疗制度及两票制的推广，体外诊断行业有望在中短期受益。总体看，政府近期推出的一系列医疗改革的相关政策和通知，为体外诊断行业提供了良好的发展环境。

**图表 8. 体外诊断行业主要产业政策、法规等**

政策	时间	机构	主要内容
《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020）》	2006 年	国务院	将研究和预防早期诊断技术作为重点领域；重点开发高效无创出生缺陷早期筛查及诊断技术
《促进生物产业加快发展的若干政策》	2009 年	国务院	将生物产业培育成为高技术领域的支柱产业和国家战略性新兴产业。将重大传染病的新型疫苗和诊断试剂作为生物医药的重点发展领域。
《国家高技术研究发展计划（863 计划）生物和医药技术领域体外诊断技术产品开发重大项目申请指南》	2010 年	科技部	设立了体外诊断技术产品开发重大项目，指出要突破一批体外诊断仪器设备与试剂的重大关键技术，研制出一批具有自主知识产权的创新产品和具有国际竞争力的优质产品，提高体外诊断产品在高端市场的国产化率等。
《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	2012 年	国务院	提出要形成一批适合大中型医院、具有自主知识产权的高端诊疗产品；大力开发高性价比、高可靠性的临床诊断、治疗、康复产品，促进基层医疗卫生机构建设和服务能力提升。
《医疗器械科技“十二五”规划》	2012 年	科技部	支持研制全自动管式化学发光免疫分析系统、全自动高通量生化分析仪等体外诊断系统与试剂的研发。
《产业结构调整指导目录（2011 年本）（2013 年修正）》	2013 年	发改委	“现代生物技术药物、重大传染病防治疫苗和药物、新型诊断试剂的开发和生产”、“新型医用诊断医疗器械设备”等被列为医药产业鼓励类项目。
《国家发展改革委关于实施新兴产业重大工程包的通知》	2015 年	发改委	重点发展基因检测等新型医疗技术，快速推进基因检测临床应用以及基因检测仪器试剂的国产化。
《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	2015 年	国务院	提出到 2017 年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到 30%左右。在国家管控药占比的大前提下，检验科收入成为医院盈利的新锐力量。
《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	2015 年	国务院	不同级别的医疗机构承担不同疾病的治疗，实现基层首诊和双向转诊，有利于基层医疗体系的完善、实现下游扩容。
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	2016 年	国务院	加速发展体外诊断仪器、设备、试剂等新产品，推动高特异性分子诊断、生物芯片等新技术发展，支撑肿瘤、遗传疾病及罕见病等体外快速准确诊断筛查，“发展专业化诊疗机构，培育符合规范的液体活检、基因诊断等新型技术诊疗服务机构”，“推动医学检验检测、影像诊断等服务专业化发展”。
《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	2016 年	国务院	深化医药卫生体制改革，坚持预防为主方针，建立健全基本医疗卫生制度，实现人人享有基本医疗卫生服务，推广全民健身，提高人民健康水平。
《“十三五”生物产业发展规划》	2016 年	发改委	针对急性细菌感染、病毒感染等重大传染性疾病，包括外来重大传染性疾病检测需求，加速现场快速检测的体外诊断仪器、试剂和试纸的研发和产业化，“加快特异性高的分子诊断、生物芯片等新技术发展，支撑肿瘤、遗传疾病、罕见病等疾病的体外快速准确诊断筛查。完善产业链的配套建设，发展配套的高精度的检测仪器、试剂和智能诊断技术，支持第三方检测中心发展与建设。
《国家卫生和计划生育委员会颁布第 13 号令》	2017 年	卫计委	医生可选择多点执业，有利于环节基层医疗人才缺失问题，帮助提高基层医疗机构经营效率。
《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	2017 年	国务院	推行药品购销“两票制”，综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市要率先推行“两票制”，鼓励其他地区实行“两票制”，争取到 2018 年在全国推开。

资料来源：根据公开信息整理

此外，2020 年初湖北武汉爆发新冠肺炎疫情并蔓延至全国，为切实做好疫情防控重点医疗物资保障工作，国务院、财政部等部门陆续发布了针对支

持疫情防控和相关行业企业的财税金融政策，在税收、资金、人力和社保等方面为企业提供帮助。根据银发[2020]28号文，人民银行通过专项再贷款向金融机构提供低成本资金，支持金融机构向相关直接参与防疫的重点医用物品和生活物资的生产、运输和销售的重点企业提供优惠利率信贷支持。该重点企业名单由发改委和工信部确定，多家医药企业均入选上述名单。被列入支持名单的企业，当地金融机构主动发放防疫专项贷款或增加授信，对于到期银行贷款的续转或自动延期也较有保障。由于该专项贷款资金利率较低，预计对企业财务费用产生有利影响。

### C. 竞争格局/态势

我国体外诊断市场长期被国际诊断厂商占据。我国体外诊断产品生产企业数量众多，但绝大多数规模较小，产品主要集中于单一领域或单一技术。近年来，科华生物、迈克生物等我国体外诊断产品生产企业发展较快，但与国际产品相比竞争力仍偏弱。流通端企业竞争亦较激烈，行业集中度低，渠道分散，目前上市的体外诊断通型企业主要包括润达医疗、塞力斯等。

我国体外诊断企业技术水平、产品质量相对较低，致使国内体外诊断市场长期被罗氏、雅培、西门子等国际知名诊断厂商占据。国外体外诊断产品价格普遍比国产同类产品高1~5倍，同时多集中于三级医院等高端医疗机构；国内体外诊断产品价格较低，多集中于二级医院及其他基层市场。这种产品分布现象主要由医院特征所决定，其中三级医院由于临床检验样本多，为寻求更快更准确的诊断，对检验系统的集成和自动化水平要求高；而基层医疗机构出于成本压力，多追求检验产品的性价比以及易于操作的系统。

图表 9. 我国体外诊断市场竞争格局情况



资料来源：中国产业信息、东兴证券研究所

我国体外诊断产品生产企业数量众多，但绝大多数规模较小。近几年国内涌现出不少本土体外诊断企业，但大多为中小企业，处于起步阶段，主要经营单一领域或单一技术及产品，竞争能力不足。目前，国内体外诊断企业年营收额过亿的数量较少，以科华生物、迪安诊断、迈克生物、达安基因、瑞康医药为代表的领先企业正积极进行多元化发展，一是依托自身原有优势进入生化、免疫、分子诊断等多个领域，以丰富产品种类；二是开展上游核

心原料以及配套诊断仪器的自主研发生产，以增强市场竞争实力；三是开始积极开拓国外市场，尤其是亚非拉等发展中国家及新兴市场。随着国内领先企业技术研发实力的提升和经营规模的壮大，预计行业市场竞争程度将逐步提高。

我国体外诊断行业流通端企业竞争亦较激烈，行业集中度低，渠道分散，目前上市的体外诊断流通型企业主要包括润达医疗、塞力斯及合富医疗（台湾上市公司，证券代码：“4745”）。润达医疗为体外诊断渠道流通和综合服务商，业务涉及体外诊断产品流通和服务，以及自有体外诊断产品生产、销售等。

**图表 10. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019 年/末，亿元，%）**

核心样本企业名称		核心经营指标 (产品或服务类别)			核心财务数据 (合并口径)					
		营业收入	毛利率	业务主要分布地区	总资产	应收账款	资产负债率	权益资本/刚性债务(倍)	净利润	经营性净现金流
体外诊断流通企业	润达医疗	70.52	27.16	华东	90.33	27.86	61.07	0.86	5.11	2.47
	塞力斯	18.31	28.47	湖北省、湖南省、河南省	30.07	11.43	46.09	1.69	1.42	0.94
体外诊断及流通企业	迪安诊断	84.53	32.15	华东、华北	107.50	33.30	52.20	1.18	5.76	4.83
	迈克生物	32.23	51.82	西南	54.97	19.20	39.46	2.08	5.66	4.60
	瑞康医药	352.59	19.34	华东、华北	324.65	156.39	68.42	0.94	-4.35	20.95
	科华生物	24.14	43.97	国内地区	37.05	6.63	27.38	4.79	2.73	2.49

资料来源：新世纪评级整理

#### D. 风险关注

(1)国内主要的体外诊断产品流通与服务企业均在加大集成服务业务的扩展力度，市场竞争较为激烈；(2)体外诊断产品的流通行业普遍面临一定回款压力，需关注应收账款回收风险；(3)医药行业受国家政策影响较大，随着近年医药相关行业政策和监管政策的调整和优化，可能会对行业内公司产生过一定影响。(4)受新冠肺炎疫情的影响，下游各级医院开工不足，对诊断服务行业形成一定影响，且疫情延续时间未知，影响程度暂无法判断。

## 2. 业务运营

该公司是体外诊断产品流通企业，在华东地区知名度较高。随着经营规模的扩张，公司经营业绩保持稳步增长。近年来，公司重点发展综合服务业务，同时积极拓展东北、华北及华中等其他地区业务，业绩增长明显。但公司持续面临下游资金占用及业务扩张需求，长期看公司仍将面临较大的资金压力。此外，2020年初全国爆发新冠肺炎疫情，受疫情影响医院常规就诊人数减少，

从而对公司部分相关检测产品的销售造成一定的影响。目前，疫情影响有望逐渐消退，医院门诊量正逐步恢复，公司生产经营已逐步回归正常，但仍需持续关注疫情对公司经营和财务的影响情况。

该公司为医学实验室综合服务商，主要向各类医学实验室提供体外诊断产品及专业技术支持的综合服务。公司综合服务体系包括了产品组合选择方案、专业技术应用服务、信息化管理的物流仓储配送系统、全方位技术支持服务等各项医学实验室综合服务，同时也为产品制造商提供销售支持及客户渠道管理等服务。公司所处行业为体外诊断产品流通与服务行业，自产产品部分属于体外诊断产品制造行业。公司主要通过自建和投资合作等方式进行扩张，目前主要服务区域已经覆盖华东地区、东北地区、华北地区，并且在西南地区、华南地区和华中地区构建了服务网络，近年来资产规模及营收规模均实现了较快增长。

该公司产品主要销售区域为华东区域，近年在巩固华东、东北、华北地区优势的同时逐步向西南、华南、华中等地区扩张，不断通过横向规模扩张收购及自建的方式拓展辐射全国的体外诊断流通网络，提升区域竞争能力。影响公司业务发展的核心驱动因素主要包括规模、技术、管理、成本等。

**图表 11. 公司主业基本情况**

主营业务/产品或服务	核心业务范围	基础运营模式	业务的核心驱动因素
体外诊断产品流通及制造	华东/东北/华北	横向规模化	规模/渠道/管理/成本

资料来源：润达医疗

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 12. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）**

业务板块	2017 年度		2018 年度		2019 年度		2020 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>经销产品</b>	<b>41.45</b>	<b>96.11</b>	<b>57.48</b>	<b>96.37</b>	<b>67.72</b>	<b>96.03</b>	<b>12.34</b>	<b>95.00</b>
其中：试剂、耗材	37.93	87.94	54.09	90.68	63.86	94.31	9.79	79.29
仪器	3.02	7.01	3.31	5.56	3.80	5.61	2.54	20.56
其他	0.50	1.17	0.08	0.13	0.06	0.08	0.02	0.14
<b>自产产品</b>	<b>1.68</b>	<b>3.89</b>	<b>2.17</b>	<b>3.63</b>	<b>2.80</b>	<b>3.97</b>	<b>0.65</b>	<b>5.00</b>
其中：试剂、耗材	1.61	3.74	2.07	3.47	2.41	85.84	0.43	66.00
仪器	0.06	0.14	0.10	0.16	0.14	4.86	0.04	5.49
软件销售及服务	—	—	—	—	0.26	9.30	0.19	28.51
<b>营业收入合计</b>	<b>43.19</b>		<b>59.64</b>		<b>70.52</b>		<b>12.99</b>	
<b>毛利率</b>	<b>2017 年度</b>		<b>2018 年度</b>		<b>2019 年度</b>		<b>2020 年第一季度</b>	
<b>经销产品</b>	<b>26.56</b>		<b>26.17</b>		<b>25.42</b>		<b>20.94</b>	
其中：试剂、耗材	26.60		26.42		25.93		21.9	
仪器	17.76		21.13		16.21		17.24	

业务板块	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季度
其他	77.29	69.86	60.02	69.77
<b>自产产品</b>	<b>66.98</b>	<b>63.01</b>	<b>69.32</b>	<b>53.39</b>
其中：试剂、耗材	69.07	65.02	71.67	65.34
仪器	11.99	19.49	14.26	15.74
软件销售及服务	—	—	76.49	32.96
<b>综合毛利率</b>	<b>28.16</b>	<b>27.51</b>	<b>27.16</b>	<b>22.63</b>

资料来源：润达医疗

注：公司软件销售及服务主要是为医院检验系统的运营管理开发软件系统及提供相关软件服务。目前自主开发的软件系统有 LIS 系统，BIS 系统，SIMS 系统，B2B 系统等。

2017~2019 年及 2020 年第一季度，该公司分别实现营业收入 43.19 亿元、59.64 亿元、70.52 亿元和 12.99 亿元；同期净利润分别为 2.97 亿元、4.32 亿元、5.11 亿元和 0.51 亿元。2020 年第一季度，公司营业收入同比下降 15.16%，主要系 2020 年初全国爆发新冠肺炎疫情，受疫情影响医院常规就诊人数减少，从而对公司部分相关检测产品的销售造成一定的影响所致；同期公司净利润同比下降 54.26%，主要系公司对部分医院捐赠了上千万的防疫物质以及疫情期间公司投放的大量仪器设备固定资产折旧较大所致。随着各地政府专项政策的出台及对疫情的有效防控，疫情影响有望逐渐消退，医院门诊量正逐步恢复，公司生产经营已逐步回归正常。但由于目前疫情尚未结束，防疫工作仍需持续。

从细分行业来看，该公司收入主要来自于体外诊断产品流通与服务业务（商业业务），同期分别实现收入 41.45 亿元、57.48 亿元、67.72 亿元和 12.34 亿元，占公司营业收入的比重分别为 96.11%、96.37%、96.03%和 95.00%；自产产品（工业业务）分别实现收入 1.68 亿元、2.17 亿元、2.80 亿元和 0.65 亿元。分产品来看，公司收入主要来自于试剂、耗材，这与其需求稳定、消费频次高的行业特征相匹配。近年来，公司重点发展综合服务业务，同时积极拓展东北、华北及华中等其他地区业务范围，营业收入增长较快。同期，公司毛利率分别为 28.16%、27.51%、27.16%和 22.63%，由于部分省市逐步推出两票制、阳光采购等医改政策，产品价格有所下降致使毛利率小幅下降，公司主要通过开发高毛利项目及发展集成客户业务维护利润空间。2020 年第一季度，毛利率下滑较多主要系受疫情影响所致。

该公司为医学实验室综合服务商，主要向各类医学实验室提供体外诊断产品及专业技术支持的综合服务。近年来公司不断通过收购以及自建的方式开拓销售网络，完善辐射全国的销售网络，商业领域销售收入不断增长。2017~2019 年及 2020 年第一季度，公司经销业务分别实现收入 41.45 亿元、57.48 亿元、67.72 亿元和 12.34 亿元，呈快速增长趋势。其中，试剂、耗材收入分别为 37.92 亿元、54.09 亿元、63.86 亿元和 9.79 亿元，为其收入的主要来源。分产品来看，试剂和耗材使用频率高、单价低，销售成本可直接转嫁消费者，其毛利水平高于仪器类；其他产品主要为不成规模的非代理产品。

该公司工业业务即公司自有品牌产品的生产、销售业务，属于体外诊断产品制造，主要为工业业态，目前业务规模尚小。公司自产产品核心技术主要为体外诊断设备相关技术以及配套试剂的配方和制备技术，其构成了公司自产产品的核心竞争力。基于体外诊断产品的特殊性，为保障公司核心技术的安全，公司对体外诊断设备的关键技术均申请了专利，对设备及配套试剂均进行了相应的产品注册。近年来，随着基层医疗需求的增加，公司自产产品销售收入亦有所增加，2017~2019年及2020年第一季度分别实现收入1.68亿元、2.17亿元、2.80亿元和0.65亿元。公司体外诊断自产产品业务属于高技术行业，整体利润水平较高，公司自产产品毛利率保持在较高水平，同期分别为66.98%、63.01%、69.32%和53.39%。但由于该类业务收入占比较低，对公司综合毛利贡献程度相对有限。

在体外诊断产品的经营中，该公司除传统的实验室综合服务业务外，2015年以来还主要采用医学实验室整体综合服务（又称“集成服务业务”，以下简称“集成业务”）的形式进行推广。集成业务是指一家医院的检验科所需设备、试剂耗材、服务由同一个供应商提供，目前已为国内多家二级及以上医院提供集成销售服务。公司近年不断开拓集成销售客户占比，通过与医疗机构等客户签订中长期的业务合同，保证体外诊断试剂销量，提升公司的盈利能力和市场竞争力。由于医院替换供应商成本较高，致使公司医院客户业务客户粘性较好。2017~2019年及2020年第一季度，公司集成销售业务收入分别为11.77亿元、17.01亿元、20.62亿元和3.43亿元。公司大力推进整体综合服务业务，将该业务模式逐步复制到新的地区市场，促使集成业务收入规模快速增长。

**图表 13. 公司传统服务及集成服务收入情况（单位：亿元）**

销售收入	2017年度	2018年	2019年	2020年第一季度
传统服务	31.35	42.63	49.64	9.37
集成服务	11.77	17.01	20.62	3.43
软件开发及服务	—	—	0.26	0.19
<b>合计</b>	<b>43.12</b>	<b>59.64</b>	<b>70.52</b>	<b>12.99</b>

资料来源：润达医疗

规模方面，该公司产品主要销售区域为华东区域。华东区域为全国人口密集、经济发达区域，对体外诊断产品的需求量较大。经过多年的市场开拓，公司在华东区域的直销、分销渠道较为完善。2017~2019年及2020年第一季度，公司在华东地区销售收入占当期营业收入的比例分别为67.92%、58.25%、57.96%和53.61%，近年公司华东地区销售收入占比下降，主要系新收购公司积极拓展业务范围，致使东北及华北地区等其他地区业务收入快速增长所致。近年，公司通过股权融资获得一定的资金支持，缓解了一部分资金压力，但公司持续面临下游资金占用情况及业务扩张需求，长期看公司仍将面临较大的流动资金压力。目前，公司已在全国设置了多个服务网点，根据公司立足华东，辐射全国的战略目标，公司将进一步拓展服务网络的覆盖范围，促进营业收入进一步增长。

图表 14. 公司主营业务分地区情况<sup>5</sup> (单位: 亿元、%)

地区名称	2017 年度		2018 年度		2019 年度		2020 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东地区	29.29	67.92	34.70	58.25	40.84	57.96	6.95	53.61
东北地区	4.72	10.95	9.30	15.62	10.57	15.00	1.37	10.54
华北地区	6.34	14.71	8.42	14.13	9.67	13.72	1.34	10.31
西南地区	0.54	1.25	1.55	2.61	2.32	3.29	0.54	4.17
华中地区	1.39	3.22	4.54	7.62	6.05	8.58	2.53	19.50
其他	0.84	1.94	1.05	1.77	1.02	1.45	0.24	1.87
<b>合计</b>	<b>43.13</b>	<b>100.00</b>	<b>59.56</b>	<b>100.00</b>	<b>70.46</b>	<b>100.00</b>	<b>12.97</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 根据润达医疗提供的数据整理

产销情况方面, 该公司自产产品主要包括糖化血红蛋白分析仪及配套试剂、血气分析仪及配套试剂和生化试剂等。公司自产体外诊断仪器的原材料主要包括机加工件、钣金件、电子物料、外购部件等; 自产体外诊断试剂主要原料为试剂原料。公司主要原材料市场供应充足。近年, 公司自产糖化仪器、糖化试剂销量有所增长, 主要系公司为适应市场竞争及价格变化, 通过降低销售价格提升销量所致。整体而言, 公司自产业务稳步开展, 整体情况较为稳定。

图表 15. 公司主要自产产品销售情况

项目		2017 年度	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
糖化仪器	销量 (台)	173.00	191.00	375.00	62.00
	产销率 (%)	50.29	45.80	93.05	72.94
糖化试剂	销量 (套)	7,652.00	11,076.00	11,187.00	1,838.00
	产销率 (%)	74.69	103.69	94.49	89.97
生化试剂	销量 (升)	24,687.00	21,634.00	22,165.00	3,206.81
	产销率 (%)	101.71	116.44	78.04	83.34

资料来源: 润达医疗

成本方面, 该公司营业成本主要为从品牌供应商采购产品的成本。近年, 公司采购成本占营业成本的 90% 以上。公司持续根据对产品组合的需求选择制造商和产品, 通过批量化集中采购方式获得较低的采购成本, 同时通过拥有一定的信用期限和额度, 降低采购资金压力。目前, 公司采购客户相对集中, 2017~2019 年, 公司前五名供应商合计采购金额分别为 16.07 亿元、21.82 亿元和 24.92 亿元, 占年采购总额的 47.36%、45.23% 和 45.97%, 与行业特征相匹配。

管理方面, 该公司通过物流中心进行统一的体外诊断产品采购及仓储和配送相关业务的年度计划制定与考核。近年来, 公司不断加强对上游供应商

<sup>5</sup> 基于同审计报告财务分区一致考虑, 此处未采用行政管理上的区域划分。

的合作，提升客户满意度，获得上游配送权的能力持续提升。公司已与 OCD、雅培、西门子、希森美康、积水等众多国内外知名企业建立良好的业务合作关系。公司产品供应体系涵盖了约 5,000 家不同厂商提供的近 19,000 个品项的体外诊断相关产品，基本覆盖了体外诊断领域的主要检验项目。为了保障服务产品品种覆盖的全面性和产品供应的及时性，并且能够以相对优惠的价格获得采购商品，公司已与 OCD、雅培等品牌制造商（或其一级代理商）签署了经销协议，建立了长期的合作关系。该协议为年度销售框架协议，通过约定产品采购价格、最低采购金额等主要采购条款以压低采购成本。公司与上游供应商货款以现金结算为主，信用额度为 3 个月左右。

该公司的服务对象为归属于各级医院的医学实验室（主要为医院的检验科，又称临床实验室），还包括第三方医学实验室、体检中心、疾控中心和血站等其他医疗单位所属的医学实验室。公司医院客户收入占比在 80% 以上，其中公司服务医院又以二级及以上医院为主。为充分利用专业分工优势，将更多资源集中在综合服务方面，公司在流通环节中搭建了“直销和分销相结合”的销售体系，对二级甲等及以上大型医院及第三方检验机构采取直销方式；对其他客户采取分销方式。2017~2019 年，公司直销客户分别为 1,566 家、1,796 家和 1,825 家；分销客户分别为 2,695 家、3,023 家和 4,491 家。公司直销模式符合国家两票制政策要求，近年来发展较为迅速，但直销业务的账期较分销更长，使得其应收账款规模快速扩张，资产周转效率持续下降，面临了一定的资金压力。2017~2019 年，公司前五名客户合计销售金额分别为 5.23 亿元、6.37 亿元和 9.66 亿元，占年销售总额的 12.10%、10.68% 和 13.69%。

**图表 16. 公司直销、分销模式介绍**

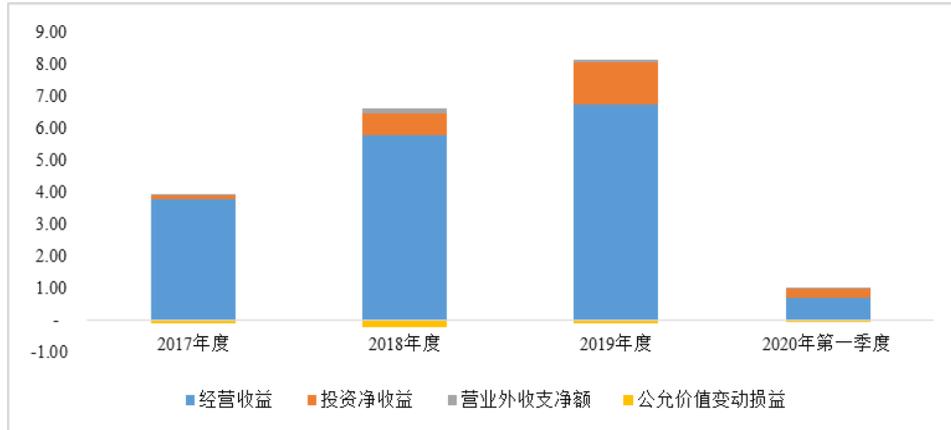
	直销模式	分销模式
适用客户	为华东地区为主的全国重点城市二级甲等及以上医院直接提供体外诊断产品和服务	利用各级分销商的销售渠道和分销能力，扩大对医疗机构的销售和服务覆盖面，有效降低销售成本和销售难度
服务模式	由润达医疗为终端客户提供综合服务	由润达医疗或分销商为终端客户提供技术服务
结算方式和账期	银行电汇或银行转账，医院账期一般为 2-6 月	银行电汇或银行转账，主要采取款到发货方式，少数分销商客户有 3 个月以内的信用期

资料来源：润达医疗

技术方面，该公司构建了以 SAP 为核心的软件和信息化管理系统，以 LIMS（医学实验室信息管理系统）为核心的客户端软件服务等信息化服务，形成了高效、规范的信息化管理体系，系统覆盖了采购销售、技术和物流服务、客户关系、财务管理、质量控制等各个方面，实现了对数量庞大、品种繁多的仪器和试剂耗材的有效管理，并且能够及时跟踪技术服务的效果，实时掌握客户需求。

## (2) 盈利能力

图表 17. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据润达医疗所提供数据绘制

该公司利润主要来源于主业盈利，2017~2019年及2020年第一季度，营业利润占利润总额的比重分别为98.43%、97.62%、98.71%和95.30%；同期，公司营业收入分别为43.19亿元、59.64亿元、70.52亿元和12.99亿元。在收入规模增长的带动下，公司营业毛利亦实现了增长，同期分别为12.16亿元、16.41亿元、19.15亿元和2.94亿元，其中经销业务是公司毛利的主要来源。公司经营范围不断扩大，同时毛利水平保持在较稳定水平，同期综合毛利率分别为28.16%、27.51%、27.16%和22.63%。2020年第一季度公司营业收入及毛利率下滑，主要系受新冠疫情短期影响所致。

从费用支出情况来看，近年来随着公司经营规模的扩大，公司期间费用亦持续增长，但整体费用控制情况较好。2017~2019年及2020年第一季度，公司期间费用合计分别为7.71亿元、9.93亿元、12.48亿元和2.24亿元，期间费用率分别为17.84%、16.65%、17.70%和17.21%。公司期间费用以销售费用和管理费用为主，财务费用支出较少。近年由于业务范围扩大，公司员工数量由2017年的1,868人增至2019年末2,490人，员工薪酬费用相应增长，同时由于公司业务拓展力度加大及存货报废<sup>6</sup>增加等原因，公司销售费用和管理费用规模有所增长，同期公司销售费用分别为3.72亿元、4.41亿元、6.01亿元和1.00亿元；管理费用分别为2.92亿元、3.64亿元、4.16亿元和0.75亿元。同期，公司资产减值损失及信用减值损失分别为0.48亿元、1.08亿元、0.92亿元和0.00亿元，其中2018年及2019年规模较大主要系随着公司规模增大、计提应收账款坏账准备损失增加所致。

<sup>6</sup> 该公司2019年度对自用固定资产进行了更新，同时根据《医疗器械监督管理条例》等规定，体外诊断试剂及耗材一旦过期不允许销售且无转让价值，故予以报废并送交相关机构进行焚烧处理。2019年公司存货报废合计4,801.70万元，主要是体外诊断试剂及耗材过期。由于医院的试剂耗材用量与就诊人次相关，就诊人次的变化难免产生与公司订单预测的偏差，同时公司严格按照药监局的要求对过期产品进行报废处理，因此，随着公司业务规模的扩大，报废总量有所上升，但整体占比保持稳定。目前，公司一方面通过集团化采购平台的搭建，逐步优化库存结构，盘活集团各子公司库存商品的周转，降低报废总量；另一方面，通过B2B供应链管理信息系统的推广，提高客户需求预测的准确性，进一步降低备货风险。

**图表 18. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季度
营业收入合计（亿元）	43.19	59.64	70.52	12.99
毛利（亿元）	12.16	16.41	19.15	2.94
期间费用率（%）	17.84	16.65	17.70	17.21
其中：财务费用率（%）	2.48	3.16	3.28	3.67
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>1.09</b>	<b>1.88</b>	<b>2.29</b>	<b>0.49</b>
其中：资本化利息数额（亿元）	—	—	—	—

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

2017~2019 年及 2020 年第一季度，该公司投资收益分别为 0.09 亿元、0.70 亿元、1.31 亿元和 0.27 亿元。其中 2017 年公司投资收益较小，主要系 B.C.LTD 公司老产品海外开拓不及预期、新产品尚在研发，上海润帛投资管理中心（有限合伙）、芜湖润杰投资管理中心（有限合伙）溢价收购瑞莱生物工程（深圳）有限公司部分股权导致的投资损益；2018 年公司投资收益主要为国药控股润达医疗器械发展（上海）有限公司<sup>7</sup>（以下简称“国药润达”）和云南赛力斯生物科技有限公司（以下简称“云南赛力斯”）、上海瑞美电脑科技有限公司（以下简称“瑞美科技”）股权的投资收益；2019 年公司投资收益主要来自于国药润达、上海润帛投资管理中心（有限合伙）及芜湖润杰投资管理中心（有限合伙）等公司。2017~2019 年及 2020 年第一季度，公司分别取得营业外收入为 0.07 亿元、0.16 亿元、0.13 亿元和 0.05 亿元，主要为政府补助。

**图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季度
<b>投资净收益（万元）</b>	<b>913.50</b>	<b>7,009.63</b>	<b>13,111.84</b>	<b>2,741.63</b>
其中：理财产品（万元）	48.35	312.70	274.85	129.05
国药控股润达医疗器械发展（上海）有限公司	1,952.08	2,891.51	5,280.02	1,051.90
B. C. LTD.	-622.11	-646.98	-467.32	-381.55
上海润达盛瑚投资管理中心（有限合伙）	2,373.38	324.08	-455.93	-
上海润祺投资管理中心（有限合伙）	2,045.14	20.93	-261.45	511.15
上海润帛投资管理中心（有限合伙）	-3,590.36	-87.49	3,362.65	-
云南赛力斯生物科技有限公司	657.16	1,263.81	1,377.40	244.90
芜湖润杰投资管理中心（有限合伙）	-3,302.37	824.88	3,222.59	-
上海瑞美电脑科技有限公司	136.00	773.05	584.45	-
<b>营业外收入（万元）</b>	<b>712.16</b>	<b>1,551.07</b>	<b>1,277.77</b>	<b>457.44</b>
其中：政府补助	698.18	1,406.77	1,243.82	451.14

<sup>7</sup> 国药润达为该公司与国药控股医疗器械有限公司（以下简称“国药控股”）于 2015 年 8 月合资设立的参股公司，其中公司持股 49%，国药控股医疗器械有限公司持股 51%。国药润达与公司管理层共同设立了国润供应链，国润供应链主营业务为医学检验产品及综合服务集约化供应及集成服务。公司拟整合国药控股成熟的销售网络扩展公司上海地区业务范围。

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
公允价值变动损益（万元）	-799.19	-1,975.50	-1,117.94	-178.15

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

整体看，该公司经营业绩发展态势较好。2017~2019 年，公司营业利润率分别为 8.81%、9.69%和 9.60%，分别实现净利润 2.97 亿元、4.32 亿元和 5.11 亿元。

该公司自成立以来专注于体外诊断产品领域，在多年的经营中，不断结合行业政策和市场发展，完善公司的服务体系，提升服务能力，扩大服务区域。公司具有一定整体综合服务优势、服务网络和客户资源优势、以及自产产品差异化的竞争优势，未来随着国家宏观经济的改善、公司发展战略的实施、公司综合服务的水平的不断提高、经营规模的不断扩大，公司市场竞争力和盈利能力有望获得进一步提升。

### (3) 运营规划/经营战略

根据战略规划，该公司计划未来 3~5 年内将本着“以客户需求为导向，以综合服务为核心”的理念，立足体外诊断主业，以成为我国医学实验室的整体综合解决方案提供商为战略目标，在以下三个方面持续发展：一是扩大经营规模，完善并加强全国化服务平台建设，将现有成熟的以综合服务为核心的经营模式推广复制到更多的区域中去，加强投资企业整合，提升业务协同；二是通过提升综合服务的水平，不断完善综合服务的模式，最终成为一个整体综合解决方案提供商；三是完善、加强自主品牌产品体系建设，提升竞争优势。

为完善并加强全国化服务平台建设，该公司近年不断通过收购及自建的方式拓展辐射全国的体外诊断流通网络，提升区域竞争能力。2017 年以来出资 9.03 亿元展开了对长春金泽瑞医学科技有限公司(以下简称“长春金泽瑞”)<sup>8</sup> 60% 股权。目前，公司已完成对长春金泽瑞支付投资款 7.78 亿元。此外，公司还分别出资 0.42 亿元和 0.49 亿元与区域龙头企业合作，合资设立了国药润达及广西柳润医疗科技有限公司。为完善自产体外诊断产品线，公司积极通过并购拓展医疗服务领域。以现金形式出资 1.32 亿元完成了瑞美科技 60% 股权的收购，提升医学实验室整体综合服务能力。此外，公司还先后出资 0.50 亿元和 0.50 亿元，参与设立上海润帛投资管理中心（有限合伙）和芜湖润杰投资管理中心（有限合伙）。上述产业基金主要进行医疗健康相关领域的产业整合和投资。

整体而言，该公司现阶段对外拟投资项目较多，投资规模较大，投资回

<sup>8</sup> 按照业绩承诺，长春金泽瑞 2017 年度至 2019 年度经审计的扣除非经常性损益后的合并净利润分别不低于人民币 1.40 亿元、1.61 亿元和 1.85 亿元。如果公司利润考核期间任一年度实际扣非净利润低于当年度利润承诺的 90% 的，则受让方在当年度审计报告出具后向转让方支付的股权转让款将进行相应调整。2017 年-2019 年长春金泽瑞净利润分别为 13,549 万、14,671 万元和 16,801 万元，均完成约定且不涉及业绩补偿事项。

收期较长，项目能否实现预期收益尚存在不确定性，且使得公司面临了一定的商誉减值等投资风险。

**图表 20. 公司近年来主要对外投资情况（单位：亿元、%）**

投资时间	被投资单位名称	业务介绍	投资对价	持股比例	已支付	尚未支付	是否并表
2017年1月	上海润帛投资管理中心（有限合伙）	医疗健康相关领域的产业整合和投资	0.50	12.37	0.50	—	否
2017年3月	广西柳润医疗科技有限公司	主营广西地区体外诊断产品流通与服务业务	0.49	49.00	0.10	0.39	否
2017年4月	武汉润达尚检医疗科技有限公司 <sup>9</sup>	公司为湖北地区主要的体外诊断产品流通与服务商	1.49	51.00	1.49	—	是
2017年6月	武汉优科联盛科贸有限公司 <sup>10</sup>	公司为湖北地区主要的体外诊断产品流通与服务商	1.66	51.00	1.36	0.30	是
2017年7月	上海瑞美电脑科技有限公司	主营实验室信息管理系统（LIS）开发和血库管理系统（BIS）等医疗行业信息管理软件开发业务	1.32	60.00	1.32	—	否
2017年7月	长春金泽瑞医学科技有限公司	主营东北地区外诊断产品流通与服务业务	9.03	60.00	7.78	1.25	是
2017年9月	芜湖润杰投资管理中心（有限合伙）	进行体外诊断企业的股权类投资	0.50	10.42	0.50	—	否
<b>合计</b>	—	—	<b>14.99</b>	—	<b>13.05</b>	<b>1.94</b>	—

资料来源：根据润达医疗提供的数据整理

注：公司按照收购时的协议约定，按照被收购公司的近3年审计数据及其他约定情况进行分批支付相关投资款项。

该公司近年投资均围绕体外诊断流通领域区域布局及生产业务领域，已基本完成对全国的流通业务布局。未来将主要围绕子公司整合开展工作，暂无较大资本性支出计划。2020-2022年，公司预计营运资金总需求分别为35.00亿元、42.00亿元和50.50亿元，公司计划通过银行借款、债券融资的方式满足资金需求，关注投融资情况。

**图表 21. 公司投融资规划**

主导产品或服务	2020年度	2021年度	2022年
资本性支出计划（亿元）	3.00	—	—
营运资金需求（总额，亿元）	35.00	42.00	50.50
融资安排（总额，亿元）	38.00	42.00	50.50
其中：银行融资（亿元）	30.50	36.50	45.00

<sup>9</sup> 根据武汉润达尚检业绩承诺要求，武汉润达尚检2017~2019年度扣非后净利润分别不得低于3,100万元、3,700万元和4,500万元。2017年~2019年武汉润达尚检分别实现净利润3,104万元、4,095万元和4,800万元，均完成了武汉尚检业绩承诺事项。

<sup>10</sup> 根据武汉优科联盛业绩承诺要求，武汉优科联盛2017~2019年度扣非后净利润分别不得低于1,800万元、4,320万元和5,184万元；同时需实现营业收入、累计净利润、累计新增有效集成客户按经营目标等经营目标要求。2017年~2019年武汉优科联盛分别实现净利润2,473万元、4,010万元和5,486万元，累计净利润达到了武汉优科联盛业绩承诺要求。

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年
债券融资（亿元）	7.50	5.50	5.50

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

注：2020 年资本性支出计划系按协议约定待付的出资款或转让款等。

该公司近年主要建设项目为金山物流园项目<sup>11</sup>，预算数为 1.57 亿元，其中 1.22 亿元资金来源为公司 2015 年上市所筹募集资金。该项目主要为自生产基地的建设，项目已于 2017 年末建设完工并投入生产使用。此外，公司拟使用 6.60 亿元用于综合服务扩容项目，资金来源主要为本次可转换公司债券募集资金。

## 管理

### 1. 产权关系与公司治理

该公司于 2019 年完成股权变更事项，控股股东变为杭州市下城区国有投资控股集团有限公司，实际控制人变更为杭州市下城区人民政府，有利于公司拓展融资渠道及与公有制医疗机构更好的开展合作。按照《转让协议》的各方约定，公司原管理团队保持不变。公司股东大会、董事会、监事会日常运作规范，法人治理机制健全。公司关联交易在购销活动中占比不大，对其经营业绩影响相对有限。

#### (1) 产权关系

该公司于 2019 年 10 月完成了朱文怡、冯荣等 7 方与下称国投的股权转让事项，并取得中国证券登记结算有限责任公司上海分公司出具的《过户登记确认书》。相关股东以 12.95 元/股的价格向下城国投转让其持有的合计 1.16 亿股（占公司总股本的 20.02%）公司股份。股权转让完成后，下城国投持有公司 1.16 亿股股份，占公司总股本的 20.02%，同时依据《转让协议》约定：冯荣、卫明将本次交易完成后持有公司剩余股份的表决权授权给下城国投行使，下城国投合计持有 27% 的公司股东大会表决权，成为公司的控股股东。公司实际控制人由刘辉和朱文怡变更为杭州市下城区人民政府。公司股权状况详见附录一。

图表 22. 本次股权划转明细情况

划入方	划出方	划转股份数量	划转股份比例	股份转让价款（亿元）
下城国投	朱文怡	62,483,768	10.78%	8.09
	冯荣	35,000,000	6.04%	4.53

<sup>11</sup> 上海金山区山阳镇建设 3.88 万平米园区，共 5 栋楼（包括综合行政、研发、试剂生产、仪器生产和物流中心）。其中物流中心包含阴冷库、冷藏库和冷冻库，配备先进信息化精细管理及智能化冷链物流仓储和配送管理。

划入方	划出方	划转股份数量	划转股份比例	股份转让价款 (亿元)
	卫明	7,153,928	1.23%	0.93
	陈政	1,462,754	0.25%	0.19
	胡震宁	243,777	0.04%	0.03
	上海达恩慧投资有限公司	5,655,773	0.98%	0.73
	李青	4,000,000	0.69%	0.52
<b>合计</b>	—	116,000,000	20.02%	15.02

资料来源：润达医疗

本次引进国有战略投资人作为该公司实际控制人，有利于该公司拓展融资渠道，在国家医改政策推进的过程中，有助于公司与公有制医疗机构更好的开展合作。按照《转让协议》的各方约定，公司将继续聚焦主营业务、加强资源投入、保持发展战略的持续性和稳定性。公司原管理团队保持不变，将继续带领员工与业务伙伴协同合作，在原来的战略发展方针上保持稳定和持续的发展。

此外，按照《转让协议》的各方约定，朱文怡、冯荣、卫明及刘辉（作为补偿义务人承诺公司 2020 年度、2021 年度、2022 年度经审计的净利润分别不低于人民币 32,000 万元、35,000 万元、38,000 万元，每股收益分别不低于人民币 0.55 元、0.6 元、0.66 元（每股收益，即为当年度经审计合并报表项下的基本每股收益（扣非前后孰低）。若出现公积金转增股本、配股、送红股、股份回购等股本变动事项的，每股收益指标相应调整，若目标公司发行股份购买资产的，每股收益指标不做调整。因润达医疗实施再融资，是否调整每股收益由各方另行协商确定），且目标公司 2020 年至 2022 年各年度合并报表项下少数股东损益为正。该协议的签订对公司相关期限内的经营利润形成了较好保障。

## （2）主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要涉及与联营企业之间的商品购销、关联担保及与关联方的应收、应付款等，在购销活动占比不大，对公司经营业绩影响较为有限。公司关联购销主要为满足正常经营所发生的出售商品和提供劳务、采购商品和接受劳务等，其交易价格以市场价格为基础协商确定。2019 年度，公司向关联方销售商品和提供劳务的金额为 6.97 亿元，占营业收入比例为 9.89%；向关联方购买商品和接受劳务的金额为 1.33 亿元，占营业成本的比例为 2.59%。公司关联担保主要为对青岛益信医学科技有限公司（以下简称“青岛益信”）、上海惠中医疗科技有限公司、济南润达生物科技有限公司、山东鑫海润邦医疗用品配送有限公司（以下简称“山东鑫海”）、哈尔滨润达康泰生物科技有限公司（以下简称“哈尔滨润达”）及国润医疗供应链服务（上海）有限公司等控股子公司及参股公司的担保，2019 年末关联担保余额为 17.47 亿元。此外，公司作为被担保方，共获得朱怡文、刘辉、青岛益信、上海惠中等公司关联担保金额为 25.08 亿元。截至 2019 年末，公司对关联方的

应收账款、预付账款、其他应收款合计余额为 1.91 亿元，对关联方的应付账款及其他应付款余额为 7.08 亿元，其中应付宁波梅山保税港区红瑞创业投资合伙企业（有限合伙）和冯荣资金拆借款（含利息）2.64 亿元和 1.69 亿元。

### **(3) 公司治理**

该公司严格按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所上市规则》等法律法规和规范性文件的要求，不断完善公司治理结构，建立健全内部管理和控制制度体系，规范公司运作和提升治理水平。

该公司设有股东大会、董事会和监事会。其中，股东大会是公司的最高权力机构，董事会是公司的日常决策机构，下设战略委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会以及审计委员会四个专门委员会。董事会向股东大会负责，对公司经营活动中的重大事项进行审议并做出决定，或提交股东大会审议。监事会是公司的监督机构，负责对公司董事、管理层的行为及公司的财务进行监督。公司总经理由董事会聘任，在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动。

该公司积极建立高级管理人员的绩效评价标准和程序，并根据实施情况适时作相应的修订、完善。截至 2016 年末，公司已通过非公开发行 205.20 万股，实施并完成了第一期员工持股计划，有助于提升员工积极性，并增强团队凝聚力。

信息披露及投资者关系管理方面，该公司根据《公司法》、《证券法》等法律、法规及公司章程的有关规定，结合公司的实际情况制定了《上海润达医疗科技股份有限公司信息披露管理制度》、《上海润达医疗科技股份有限公司投资者关系管理制度》。公司设立了公司证券事务部进行信息披露事务的日常工作和管理，并在董事会秘书的引领下持续关注媒体对公司的报道并主动求证报道的真实情况，处理投资者关系、准备证监会及交易所要求的信息披露文件，并通过证监会及交易所认可的网站或其他指定渠道公布相关信息，整体信息透明度较高。

子公司管控方面，该公司通过统一的信息化服务系统及公司内控制度要求对子公司采购模块、人力资源模块、财务模块、合规模块、服务模块等方面进行系列管理，并驻派财务总监对子公司财务部门进行把控，通过定期业务数据汇总、预算管理等方式了解子公司情况，整体管控水平较好。

## **2. 运营管理**

### **(1) 管理架构/模式**

该公司根据自身经营管理以及业务发展的需要，设置了相关职能部门，各部门之间权责明确，部门设置和职责分工基本满足了公司日常经营管理的

需要。公司组织架构详见附录二。

该公司目前已搭建起较为完善的内控制度，主要包括公司管理制度、财务管理制度、技术服务管理制度、物流仓储管理制度、市场和销售管理制度、采购管理制度、资产管理制度、行政管理制度、人力资源管理制度、信息系统管理制度等。此外，公司在质量控制、信息管理、物流配送方面具有较为规范、高效的控制体系。

## (2) 经营决策机制与风险控制

质量控制管理体系方面，该公司根据国家食品药品监督管理局制定的《医疗器械监督管理条例（2014 年修订）》和上海市食品药品监督管理局制定的规范性文件，制定了严格的质量控制标准，具体包括质量管理体系、职责和工作程序。公司根据以上质量管理体系，对包括质量管理、购进、验收、仓储、销售、运输、售后服务和信息技术等岗位的质量职责进行了明确约定。同时，公司为确保各个环节的质量管理工作有效到位，还制定了包括体外诊断产品采购、验收、入库储存、在库养护、出库复核、售后退回、不合格药品确认等工作程序。

信息管理方面，该公司建立了以 SAP 系统为基础的 LIMS<sup>12</sup>、B2B 供应链管理系统等信息化服务平台，涵盖了采购管理、技术和物流服务、客户关系、财务管理、质量控制及决策支持等模块。公司在日常运营中不断通过各个业务模块对各种库存试剂、仪器进行跟踪，并通过该信息管理平台检验技术服务的效果，以掌握客户需求的变化。

物流配送方面，该公司拥有现代化的仓储物流配送系统，配备了专业的条形码信息系统和物流进销存管理系统，实现了试剂产品的效期和批次管理。公司在华东地区拥有超过 5,000 平米的物流仓库，配备了阴冷库、冷藏库、冷冻库和冷藏/冻车等专业的冷链仓储和运输设备，以满足试剂产品储存对温度和湿度的严格要求，确保产品质量。

技术服务方面，该公司构建了售前、售中和售后服务方案，其中售前服务主要包括客户产品性能价格比较、产品组合解决方案推荐、检验科设备规划、产品考察、新技术宣传等服务；售中服务主要包括冷链物流、物流配送、安装调试和应用培训服务等；售后服务包括产品保养、维修等方面技术服务等。公司核心服务团队约四百余人，包括检验医学、实验统计学、机械、光学、电子信息等领域专业人才，能够较为主动、及时、专业地为客户提供技术支持和服务。

## (3) 投融资及日常资金管理

对外投资方面，该公司确定了重大投资和交易决策制度，在发生购买或

---

<sup>12</sup> SAP 全称：systems applications and products in data processing，为企业管理解决方案的软件名称；LIMS 指 Laboratory Information Management System，即实验室信息管理系统。

者出售资产、对外投资、租入或者租出资产等事项时，需在股东大会、董事会、总经理办公会分别在各自权限范围内对做出决策。

该公司还确立了备用金及个人借款管理制度、财务报告管理制度、发票管理制度、费用报销管理制度、付款管理制度、盘点管理制度、收款管理制度、现金及票据管理制度、银行账户管理制度等制度规范日常资金使用情况。

#### (4) 不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》（2020年4月9日）及相关资料，公司及核心子公司近三年不存在未结清违约记录及重大诉讼情况。此外根据公开信息，公司债券偿付正常，无违约事项。

图表 23. 公司重大不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020/4/9	不涉及	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2020/5/18	无	无	无	无
重大诉讼	公开信息披露	2020/5/18	无	无	无	无
工商	公开信息披露	2020/5/18	无	无	无	无
质量	公开信息披露	2020/5/18	无	无	无	无
安全	公开信息披露	2020/5/18	无	无	无	无

资料来源：根据润达医疗所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

## 财务

该公司主业运营较为稳健，近年来收入规模持续增长。但公司刚性债务规模较大，且主要集中在短期，同时应收账款规模较大，进一步加大了公司流动性压力；公司整体投资规模较大，同时并购对象存在一定溢价，面临一定项目的投资风险及商誉减值风险。但公司货币资金较为充裕、融资渠道较畅通，可为到期债务的偿付提供一定的保障。

### 1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017~2019 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则—基本准则》（2006 版）和财政部颁布的其他各项会计准则。公司 2020 年财务报表未经审计。

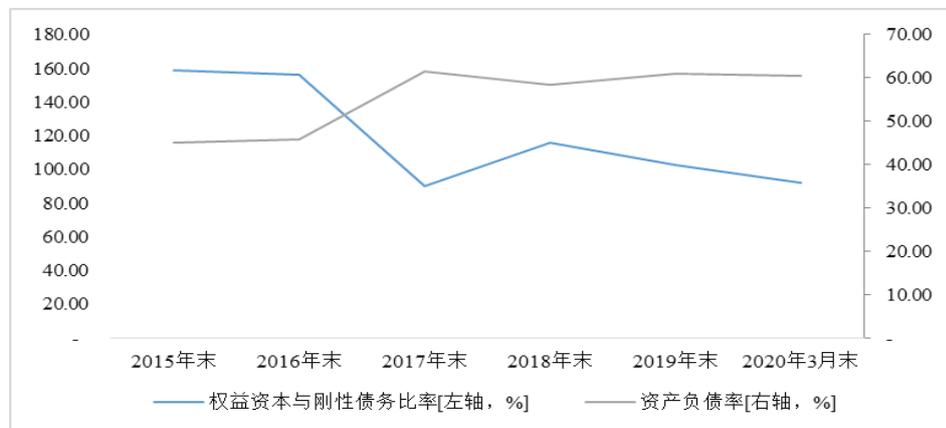
从该公司合并范围变化情况来看，截至 2017 年，公司纳入合并范围子公司为 34 家；2018 年，公司合并范围由于设立或收购新增润澜（上海）生物技术有限公司、上海润灏医疗科技有限公司、上海昆涑实业发展有限公司、上海康夏医疗科技有限公司等 4 家子公司，由于注销减少上海润好生物科技有限公司、处置加易生物科技（上海）有限公司等 2 家子公司；2019 年公司合并范围由于设立或收购新增瑞美科技、上海瑞美信息技术有限公司、上海瑞美软件技术有限公司、杭州润达医疗管理有限公司、黑龙江鑫圣瑞医学科技有限公司等 5 家子公司，由于注销或股权转让减少江苏润怡医疗设备有限公司、杭州润怡生物科技有限公司 2 家子公司；2020 年第一季度，公司合并范围新增重庆润达康泰医疗器械有限公司。截至 2020 年 3 月末，公司合并范围子公司增至 40 家。公司近年来投资并购活动较频繁，业务扩张较快，财务数据变化较大。

该公司原本拟通过向购买资产的交易对方以非公开发行人民币普通股并支付现金的方式购买其合法持有的苏州润赢 70% 股权、上海润林 70% 股权、杭州怡丹生物技术有限公司（以下简称“杭州怡丹”）25% 股权、上海伟康 60% 股权及上海瑞美 55% 股权。同时，公司拟向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金。2019 年 1 月 11 日，润达医疗收到中国证券监督管理委员会（简称“中国证监会”）核发的对公司本次发行股份购买资产并募集配套资金申请作出不予核准的决定。2019 年 1 月 21 日，润达医疗发布公告称：根据中国证监会的上述决定，因本次重组涉及部分问题尚待进一步落实，同时近期证券市场波动较大，与制定重大资产重组方案时的情况已发生重大变化，为维护公司和中小投资者的利益，公司经过认真慎重的讨论研究，决定终止本次重大资产重组事项。重大资产重组事项终止可能对公司后续经营及财务状况产生影响。

## 2. 资本结构

### （1）财务杠杆

图表 24. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据润达医疗所提供数据绘制

2017~2019 年及 2020 年 3 月末，该公司资产负债率分别为 61.43%、58.49%、61.07%和 60.45%，其中 2018 年公司资产负债水平有所下降，主要系归还 6.50 亿元“17 润达 01”所致。近年来，公司业务规模扩大、对外投资增加，债务融资规模增大致使负债总额进一步上升，但总体财务杠杆仍处于合理范围。

依托主业较好的盈利情况，该公司近年盈余公积金及未分配利润均呈逐年增长趋势。此外，公司近年还多次通过上市、非公开发行股票等方式提升资本实力，整体权益资本补充能力较好。权益资本兑付方面，公司根据利润分配政策<sup>13</sup>，2017 年及 2018 年公司现金方式分配的利润均不低于当年实现的可分配利润的 20%。2019 年公司实现归属于母公司股东的净利润 3.10 亿元，考虑到公司处于快速发展阶段，业务持续快速扩张，整体综合服务业务及自产产品、信息化软件的研发升级均需较大资本投入和营运资金投入。公司除了开展一些权益类和债务类融资外，还需要投入一定的留存收益，实现股东价值最大化；此外，为了保证可转债的顺利推进，公司董事会拟定 2019 年度不进行利润分配。

**图表 25. 公司近年分红情况**

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
现金分红数（亿元）	0.19	0.24	0.44	0.55	—
分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润（亿元）	0.92	1.16	2.19	2.62	3.10
占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率（%）	20.52	20.74	20.09	21.02	—

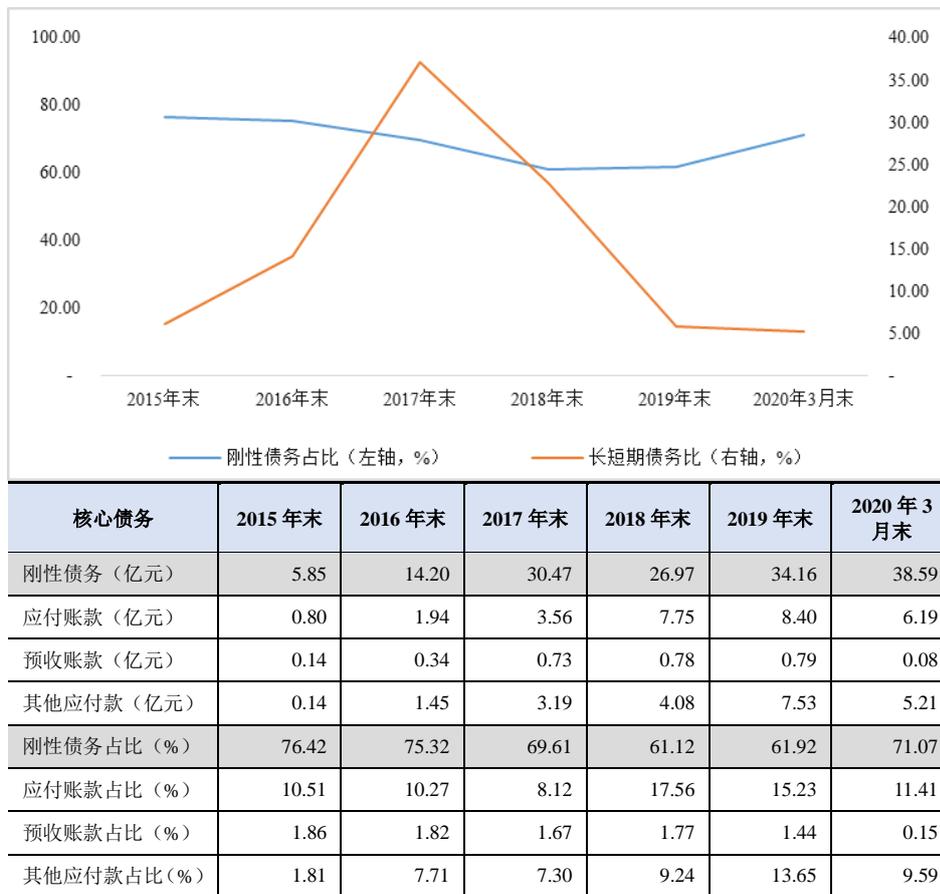
资料来源：根据润达医疗所提供数据绘制

根据该公司未来运营规划，公司未来无较大资本支出需求。但为满足公司营运资金需求，公司仍将通过银行借款、发行债券的形式获取资金，关注财务杠杆变化情况。

<sup>13</sup> 当该公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%；当公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%；当公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%。公司发展阶段不易区分但有重大资金支出安排的，可以按照前项规定处理。

## (2) 债务结构

图表 26. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据润达医疗所提供数据绘制

该公司债务主要由刚性债务及应付账款构成。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司刚性债务分别为 30.47 亿元、26.97 亿元、34.16 亿元和 38.59 亿元，分别占负债总额的 69.61%、61.12%、61.92%和 71.07%。2019 年末，公司应付账款余额为 8.40 亿元，主要为应付货款，其增长主要系公司体外诊断产品销售规模扩大，同时公司与上游供应商的议价能力有所提升、部分长期合作的供应商给公司加大信用额度和加长信用账期等更优惠的信用政策所致。2019 年末，公司其他应付款余额为 7.53 亿元，由于未付分红款及新增借款增加较上年末增长 84.72%，其中应付冯荣、宁波梅山保税港区红瑞投资中心（有限合伙）等的借款为 4.43 亿元，其他主要为垫款及股权转让款等。此外，公司 2019 年及 2020 年 3 月末，交易性金融负债分别为 1.21 亿元和 1.15 亿元，主要系以公允价值计量对长春金泽瑞 60% 股权的剩余支付款。

## (3) 刚性债务

图表 27. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	5.48	11.98	18.72	18.89	31.50	36.27

刚性债务种类	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年3月末
其中：短期借款	5.12	10.98	16.93	15.46	23.17	29.78
一年内到期的长期借款	0.01	0.01	0.64	0.81	1.40	0.82
应付票据	0.05	0.17	0.00	0.19	2.04	1.10
其他短期刚性债务	0.31	0.83	1.15	2.44	4.88	4.56
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>0.37</b>	<b>2.22</b>	<b>11.75</b>	<b>8.07</b>	<b>2.66</b>	<b>2.32</b>
其中：长期借款	0.06	1.13	1.85	2.52	1.29	1.28
应付债券	-	-	9.27	3.06	-	-
其他中长期刚性债务	0.31	1.09	0.63	2.49	1.37	1.04
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>5.60</b>	<b>5.00</b>	<b>5.80</b>	<b>6.65</b>	<b>5.88</b>	<b>5.56</b>

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算

该公司刚性债务结构偏短期，近年公司债务规模随公司业务范围的扩大总体有所增长。2017~2019年末及2020年3月末，公司刚性债务总额分别为30.47亿元、26.97亿元、34.16亿元和38.59亿元。公司刚性债务主要由银行借款构成。同期末，公司短期借款分别为16.93亿元、15.46亿元、23.17亿元和29.78亿元，以保证借款<sup>14</sup>为主，近年增长较快，主要是公司业务规模扩大，所需运营资金需求大幅上升所致；长期借款分别为1.85亿元、2.52亿元、1.29亿元和1.28亿元，主要由质押借款构成。一年内到期的非流动负债为1.59亿元、3.18亿元、6.28亿元和5.38亿元，主要由一年内到期的长期借款、一年内到期的应付债券（“17润达02”）及一年内到期的融资租赁款构成；同期末，公司长期应付款为0.63亿元、2.49亿元、1.37亿元和1.04亿元，主要由应付融资租赁款构成。

该公司融资成本约保持在5%-7%之间，近年公司融资成本有所波动，2019年以来平均融资成本有所下降。截至2020年3月末，公司刚性债务以一年内为主，占比为93.99%，融资成本集中于5%~7%之间，融资成本相对较高。

**图表 28. 公司 2020 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：万元）**

综合融资成本或利率区间\到期年份	1年以内	1-2年(不含2年)	2-3年(不含3年)	3-5年(不含5年)	5年及以上
3%以内	25,027.92	386.72	—	—	—
3%~4% (不含4%)	36,798.34	—	—	—	—
4%~5% (不含5%)	121,756.30	—	—	—	—
5%~6% (不含6%)	113,235.00	2,000.00	—	—	—
6%~7% (不含7%)	42,648.99	2,907.48	—	—	—
7%及以上	23,203.04	17,898.69	—	—	—

<sup>14</sup> 保证人主要为原实际控制人朱文怡和刘辉。公司未到期的银行借款还是原来的担保条件。实际控制人变更后，新增银行借款逐步变更为信用借款。

综合融资成本或利率区间\到期年份	1年以内	1~2年(不含2年)	2~3年(不含3年)	3~5年(不含5年)	5年及以上
合计	362,669.59	23,192.89	—	—	—

资料来源：润达医疗

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 29. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
营业周期(天)	249.46	251.45	218.86	223.28	217.10	—
营业收入现金率(%)	104.01	108.34	103.09	105.89	106.22	122.98
业务现金收支净额(亿元)	-1.39	0.69	1.91	9.34	9.12	-2.49
其他因素现金收支净额(亿元)	-0.87	-1.94	-2.79	-3.95	-6.65	-0.27
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	-2.27	-1.25	-0.88	5.39	2.47	-2.77
EBITDA(亿元)	2.33	3.36	6.59	10.02	11.70	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.40	0.34	0.29	0.35	0.38	—
EBITDA/全部利息支出(倍)	6.83	6.52	6.02	5.34	5.11	—

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2017~2019年，该公司营业周期分别为218.86天、223.28天和217.10天，公司营运周期较长主要系公司所处商业流通行业下游回款周期较长，同时公司不断由华东市场向全国范围扩展，新增的控股子公司应收账款合并及回款相对较慢的直销业务占比较大所致。未来，随着公司直销业务规模的不断增加，公司面临应收账款压力进一步增大的可能性，关注账款回款情况。

2017~2019年及2020年第一季度，该公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.88亿元、5.39亿元、2.47亿元和-2.77亿元。其中2017年公司经营性现金流净额主要呈流出状态，原因是公司直销客户收入占比持续增长，直销客户以医院等医疗机构为主，其账期相对较长。同时医疗机构在年末阶段性地清算前期货款，致使公司年末尚未回笼的货款金额较大所致。随着公司业务规模逐步扩大，采购信息化、精细化水平提高，采购支出现金流有所下降，同时加强了应收账款管理，使得公司经营性现金流自2018年转正；2019年公司为了拓展业务规模，支付销售费用支出及银行保证金等其他与经营活动有关的现金流增加，致使经营活动现金流呈现一定幅度下滑；2020年第一季度，公司作为疫情重点防控企业增加了对疫情用品的采购，应付账款及预付账款变动幅度较大，致使经营性现金流呈净流出状态。

2017~2019年，该公司EBITDA分别为6.59亿元、10.02亿元和11.70亿元，整体随业务范围的扩大而增加。但公司刚性债务增长较快，致使EBITDA

对债务的保障程度有所下降。同期，EBITDA 对刚性债务的保障倍数分别为 0.29 倍、0.35 倍和 0.38 倍。

## (2) 投资环节

图表 30. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.55	-5.45	-13.18	-1.48	-0.51	0.90
其中：理财产品投资回收与支付净额	—	—	-0.30	0.13	0.13	1.09
其中：与主业有关的投资净额	-0.05	-5.45	-12.88	-1.61	-0.38	-0.19
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-2.28	-2.83	-3.43	-2.52	-2.30	-0.20
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.01	-0.01	-0.89	0.99	-0.00	-0.16
投资环节产生的现金流量净额	-2.82	-8.29	-17.50	-3.01	-2.81	0.54

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

2017~2019 年及 2020 年第一季度，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-17.50 亿元、-3.01 亿元、-2.81 亿元和 0.54 亿元。近年，公司投资活动现金流呈净流出状态，主要系 2017 年增加了对北京东南悦达医疗器械有限公司（以下简称“东南悦达”）、长春金泽瑞、麦克奥迪（厦门）医疗诊断系统有限公司（以下简称“麦克奥迪”）<sup>15</sup>、上海润帛投资管理中心（有限合伙）等公司的投资支付；2018 年公司出售麦克奥迪、瑞莱生物工程（深圳）有限公司等公司股权，回笼了部分资金；2019 年支付瑞美科技的股权收购款增加，同时公司近年根据业务发展需求增加了仪器设备的投入所致。公司近年对外拟投资项目较多，投资回收期较长，项目能否实现预期收益尚存在不确定性，使得公司面临了一定的商誉减值等投资风险。

## (3) 筹资环节

图表 31. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
权益类净融资额	3.32	10.39	-0.62	-2.17	-3.19	-0.70
债务类净融资额	2.38	6.27	16.23	-5.54	8.33	3.69
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.08	0.02	-1.16	3.44	-2.56	0.06
筹资环节产生的现金流量净额	5.62	16.68	14.45	-4.28	2.58	3.05

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理

注：其他因素对筹资环节现金流量影响净额主要为融资租赁款筹资额

<sup>15</sup> 由于麦克奥迪（厦门）电气股份有限公司（以下简称“麦克电气”）拟通过收购麦克奥迪股权整合资源完善产业链；同时公司近年对外投资较多，为降低投资风险，适当回收投资资本，增加资金回流。公司于 2018 年 4 月将麦克奥迪 20% 股权以 1.08 亿元销售给了麦克电气。

该公司经营性支出和资本性支出主要通过新增金融机构借款、发行债券融资租赁筹资等方式满足。2017~2019年及2020年第一季度，公司筹资活动产生的现金净流量分别为14.45亿元、-4.28亿元、2.58亿元和3.05亿元，近年公司筹资活动现金流净流入规模较大，主要系2017年非公开发行公司债券以及为满足业务发展需求增加中短期银行借款所致；2018年公司筹资环节现金流呈净流出状态，主要系公司在偿还银行中短期借款的同时赎回投资者持有的全部“17润达01”债券<sup>16</sup>所致；2019年以来公司银行借款规模增大，致使筹资活动现金流呈净流入状态。

该公司是上海证券交易所上市公司，具备资本市场融资渠道。同时，公司还与银行保持了较好的合作关系。截至2020年3月末，公司共获得银行授信合计人民币35.43亿元，其中尚未使用授信额度合计人民币5.66亿元。

#### 4. 资产质量

图表 32. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年3月末
流动资产(亿元,在总资产中占比%)	12.08	27.22	38.39	42.84	56.37	55.95
	71.30	66.25	53.88	56.80	62.40	62.29
其中:货币资金(亿元)	1.90	9.20	5.50	3.73	8.44	7.88
应收票据及应收账款(亿元)	5.71	9.33	18.94	24.37	28.04	28.29
存货(亿元)	3.96	6.74	10.41	11.48	11.77	12.43
其他应收款(亿元)	0.09	0.79	0.77	0.69	1.41	1.52
其他流动资产(亿元)	0.01	0.11	1.32	1.29	0.30	0.32
预付款项(亿元)	0.41	1.05	1.38	1.26	2.40	4.11
应收款项融资(亿元)	-	-	-	-	2.70	1.17
非流动资产(亿元,在总资产中占比%)	4.86	13.86	32.86	32.59	33.96	33.87
	28.70	33.75	46.12	43.20	37.60	37.71
其中:固定资产(亿元)	2.99	5.67	7.62	8.68	8.63	8.21
在建工程(亿元)	0.69	0.19	0.07	0.01	0.25	0.28
商誉(亿元)	0.29	0.37	0.33	0.32	0.57	0.56
长期股权投资(亿元)	16.70	16.56	17.14	17.14	16.56	1.89
<b>期末全部受限资产账面金额(亿元)</b>	<b>6.82</b>	<b>8.34</b>	<b>12.34</b>	<b>27.51</b>	<b>29.06</b>	<b>26.53</b>
<b>期末抵质押融资余额(亿元)</b>	<b>6.82</b>	<b>8.34</b>	<b>11.87</b>	<b>24.23</b>	<b>32.51</b>	<b>28.34</b>
<b>受限资产账面余额/总资产(%)</b>	<b>40.24</b>	<b>20.30</b>	<b>17.32</b>	<b>36.47</b>	<b>32.17</b>	<b>29.54</b>

资料来源:根据润达医疗所提供数据整理

从流动资产构成情况看,2017~2019年末及2020年3月末,该公司流动资产余额分别为38.39亿元、42.84亿元、56.37亿元和55.95亿元,主要由货币资金、应收票据及应收账款、预付款项和存货等构成。2019年末,公司货

<sup>16</sup> 2018年9月3日,“17润达01”已兑付完成并摘牌,兑付本金总额为63,000.00万元,兑付利息总额为4,095万元。

币资金余额为 8.44 亿元，较上年末增长 126.55% 主要系融资规模扩大所致，年末受限货币资金 3.04 亿元，主要为用于担保的定期存款或通知存款、银行承兑汇票保证金；公司应收票据及应收账款以医院欠款为主，其中医院应收账款占比约为 75.67%，公司应收账款客户以二级及三级医院<sup>17</sup>为主，占比超过 90%，整体信誉较好。按照区域划分，公司应收账款主要集中于华东地区、东北地区及华北地区，占比分别为 51.13%、21.71% 和 14.66%。由于行业特性，公司应收账款余额规模很大。公司应收账款账龄集中在 1 年以内，公司近年应收账款增幅较快，主要是公司收入规模增长、投资新增的控股子公司应收账款合并及回款相对较慢的直销业务占比上升等因素所致。由于业务范围扩大，公司计提应收账款坏账准备也有所增长，2019 年公司共计提应收账款坏账准备 1.58 亿元。此外，公司针对应收账款回收还成立了专门的催收小组并实施了奖惩考核机制。公司直销业务客户的回款周期偏长，未来随着公司直销业务规模的不断增加，公司面临应收账款压力进一步增大的可能性，关注账款回款情况。公司年末预付款项为 2.40 亿元，主要为预付货款及融资租赁款等，较上年末增长 71.30% 主要系公司为 2020 年春节备货及为部分外贸周期较长的订货受托支付货款所致；公司 2019 年末存货为 11.77 亿元，主要为库存商品（以试剂和耗材为主），其中存货跌价准备为 315.76 万元。公司存货规模较大，主要系经营规模扩大，且为加快供应链响应速度公司加大了库存备货额<sup>18</sup>，加之新增控股子公司存货合并等因素影响所致，需关注市场原因、质量问题和周转速度导致的存货跌价风险。通过库存信息化管理，2019 年公司存货周转速度由上年的 3.95 次上升至 4.42 次。此外，公司交易性金融资产为 1.20 亿元，主要包括银行理财产品及结构化存款等；应收款项融资（应收账款保理业务的质押部分）为 2.70 亿元；其他应收款为 1.41 亿元，较上年末增长 102.07%，主要系招投标、业务合作保证金增加所致。

从非流动资产构成来看，2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司非流动资产余额分别为 32.86 亿元、32.59 亿元、33.96 亿元和 33.87 亿元。由于公司近年投资并购活动较多，因此非流动资产主要集中于固定资产、商誉和长期股权投资等。2019 年末，公司固定资产为 8.63 亿元，主要由仪器设备及融资租入的固定资产构成。商誉资产为 17.14 亿元，主要为收购长春金泽瑞、东南悦达、杭州怡丹、山东鑫海、武汉优科联盛和武汉润达尚检等公司股权溢价所致。公司每年对商誉进行减值测试，公司涉及业绩承诺并购企业 2019 年均已实现业绩承诺数，但北京惠中医疗器械有限公司（以下简称“北京惠

<sup>17</sup> 医院按规模、科研方向、人才技术力量、医疗硬件设备等划分为一、二、三级，其中一级医院是直接为社区提供医疗、预防、康复、保健综合服务的基层医院，是初级卫生保健机构；二级医院是跨几个社区提供医疗卫生服务的地区性医院，是地区性医疗预防的技术中心；三级医院是跨地区、省、市以及向全国范围提供医疗卫生服务的医院，是具有全面医疗、教学、科研能力的医疗预防技术中心。此外，每级再划分为甲、乙、丙三等，其中三级医院增设特等级别，因此医院共分三级十等。

<sup>18</sup> 该公司的业务围绕着各类医院检验科的日常需求开展，须及时、准确地为客户提供产品和综合服务，以确保医院（尤其是急诊检验）对病患及时响应和正常运作，公司所提供的产品多为原装进口的仪器、试剂及耗材，其订货到货周期平均为 2-3 个月。因此，按照行业惯例以及公司保障客户服务的及时性和有效性，公司一般会根据预计客户的需求情况准备 2-3 个月安全库存。

中”)由于国内同类产品纷纷上市,市场竞争加剧,当年计提减值准备 0.24 亿元,公司当期无其他商誉减值情况。公司商誉资产规模较大,仍存一定商誉减值风险。2019 年末,公司长期股权投资为 5.06 亿元,主要为对国药润达、云南赛力斯、上海润达盛瑚投资管理中心(有限合伙)、上海润瑚投资管理中心(有限合伙)等的投资。

2020 年 3 月末,该公司交易性金融资产由于理财产品到期赎回较上年末减少 90.00%至 0.12 亿元;应收款项融资由于应收保理贷款到期支付较上年末减少 56.68%至 1.17 亿元;预付款项由于保障疫情期间产品供应,加大产品备货较上年末增长 71.30%至 4.11 亿元。公司其他资产会计科目未发生较大变化。

截至 2019 年末,该公司受限资产账面价值合计 29.06 亿元,主要由质押山东鑫海 100%股权、杭州怡丹 45%股权、东南悦达 60%股权、国药润达 49%股权及长春金泽瑞 60%股权;质押的部分货币资金;抵押及用于融资租赁的部分固定资产等构成,其中质押的子公司股权主要系用于获取并购贷款。公司受限资产规模较大,同时未使用银行授信规模较小,关注后续再融资能力。

## 5. 流动性/短期因素

图表 33. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	167.32	164.68	120.30	119.18	108.11	108.41
速动比率 (%)	106.87	117.55	83.36	83.73	80.93	76.38
现金比率 (%)	26.51	56.12	17.22	10.73	18.83	16.09

资料来源:根据润达医疗所提供数据整理

近年来,该公司流动资产占比有所下降,资产流动性有所降低。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末,流动比率分别为 120.30%、119.18%、108.11%和 108.41%,速动比率分别为 83.36%、83.73%、80.93%和 76.38%。

## 6. 表外事项

截至 2020 年 3 月末,该公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

截至 2020 年 3 月末,该公司无对外担保事项。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事体外诊断流通及服务业务的经营,能获得一定营业利润。但公司资产以较难变现的非流动资产为主,债务结构偏短期,存在一定资金偿付压力。

该公司本部资产以非流动资产为主,截至 2019 年末,公司本部资产总额为 60.27 亿元,其中流动资产 21.61 亿元,非流动资产 38.66 亿元。公司本部

流动资产以应收账款、存货和其他流动资产为主。2019 年末，公司本部应收账款 7.09 亿元，主要为二级以上医院的应收款项，其中应收账款前五名占比为 26.58%；存货为 4.62 亿元，以库存商品为主；其他流动资产为 2.37 亿元，主要为银行理财和结构化存款。公司本部非流动资产以长期股权投资为主，2019 年末账面价值为 34.11 亿元，主要系对青岛益信、山东鑫海、北京惠中、杭州怡丹、东南悦达、长春金泽瑞等子公司的投资款。2019 年末，公司本部资产负债率为 66.94%，处于偏高水平。

该公司刚性债务主要集中于母公司，2019 年末刚性债务合计数为 21.90 亿元，占公司合并口径的 64.11%。截至 2019 年末，公司本部负债总额为 40.34 亿元，其中流动负债 37.81 亿元，非流动负债 2.54 亿元。公司本部流动负债以短期借款、交易性金融负债、预收账款及一年内到期的非流动负债为主。2019 年末，公司本部短期借款为 11.82 亿元；交易性金融负债为 1.21 亿元，主要系对长春瑞泽金 60% 股权的剩余支付款；预收账款为 4.24 亿元，主要为预收货款；一年到期的非流动负债为 5.55 亿元，主要为一年内到期的融资租赁款、一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券。公司本部非流动负债以长期借款为主，2019 年末金额为 1.09 亿元。

## 外部支持因素

截至 2020 年 3 月末，该公司共获得银行授信合计人民币 35.43 亿元，其中尚未使用授信额度合计人民币 5.66 亿元。公司为地方国有企业，能获得一定金融机构信贷支持。其中，公司获得国家政策性金融机构综合授信 2.60 亿元；获得工农中建交五大商业银行综合授信 9.15 亿元。

图表 34. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	35.43	35.43	29.76	3.05%-6.53%	质押、自然人担保、信用
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	2.60	2.60	0.78	3.15%-3.80%	自然人担保、信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	9.15	9.15	9.14	3.05%-6.20%	自然人担保、信用

资料来源：根据润达医疗所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）

## 债项信用分析

### 1. 本次债券特定条款

本次债券为可转换为该公司 A 股股票的可转换公司债券，本次债券设置了赎回条款及提前回售条款。

本次发行的可转换公司债券期满后 5 个工作日内，该公司将赎回全部未转股的可转换公司债券。在本次发行的可转换公司债券转股期内，若（1）公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）或（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。同时本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

若该公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

## 2. 增信措施及效果

本次债券未安排增信措施。

## 3. 其他偿付保障措施

### （1）核心业务盈利保障

2017~2019 年，该公司分别实现营业收入 43.19 亿元、59.64 亿元和 70.52 亿元；实现净利润 2.97 亿元、4.32 亿元和 5.11 亿元。公司近几年主营业务规模逐渐增大，盈利能力不断提升，能够为到期债务偿付提供一定保证。

### （2）较畅通的融资渠道

该公司作为上市公司，在资本市场和债券市场具有多种融资渠道，均有利于债务偿付能力的提升。公司于 2019 年完成股权变更事项，控股股东变为杭州市下城区国有投资控股集团有限公司，实际控制人变更为杭州市下城区人民政府，也有利于公司融资渠道的进一步拓宽。

## 评级结论

该公司是体外诊断产品流通企业，在华东地区知名度较高。随着经营规模的扩张，公司经营业绩保持稳步增长。近年来，公司重点发展综合服务业务，同时积极拓展东北、华北及华中等其他地区业务，业绩增长明显。但公司持续面临下游资金占用及业务扩张需求，长期看公司仍将面临较大的资金压力。2020年初全国爆发新冠肺炎疫情，受疫情影响医院常规就诊人数减少，从而对公司部分相关检测产品的销售造成一定的影响。目前，疫情影响有望逐渐消退，医院门诊量正逐步恢复，公司生产经营已逐步回归正常，但仍需持续关注疫情对公司经营和财务的影响情况。

该公司于2019年完成股权变更事项，控股股东变为杭州市下城区国有投资控股集团有限公司，实际控制人变更为杭州市下城区人民政府，有利于公司拓展融资渠道及与公有制医疗机构更好的开展合作。按照《转让协议》的各方约定，公司原管理团队保持不变。公司股东大会、董事会、监事会日常运作规范，法人治理机制健全。公司关联交易在购销活动中占比不大，对其经营业绩影响相对有限。

该公司主业运营较为稳健，近年来收入规模持续增长。但公司刚性债务规模较大，且主要集中在短期，同时应收账款规模较大，进一步加大了公司流动性压力；公司整体投资规模较大，同时并购对象存在一定溢价，面临一定项目的投资风险及商誉减值风险。但公司货币资金较为充裕、融资渠道较畅通，可为到期债务的偿付提供一定的保障。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

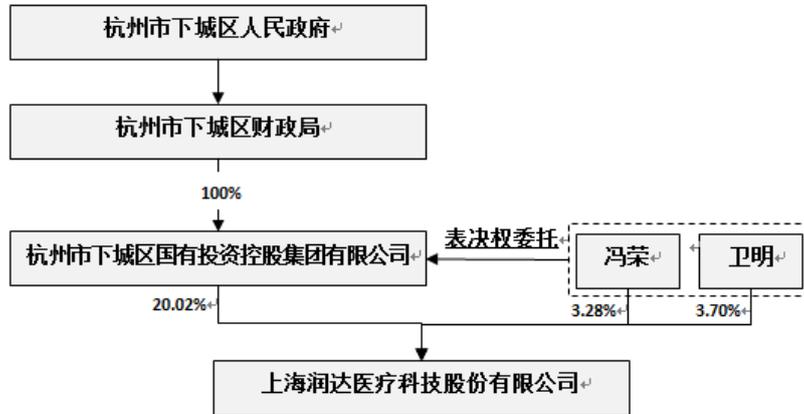
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

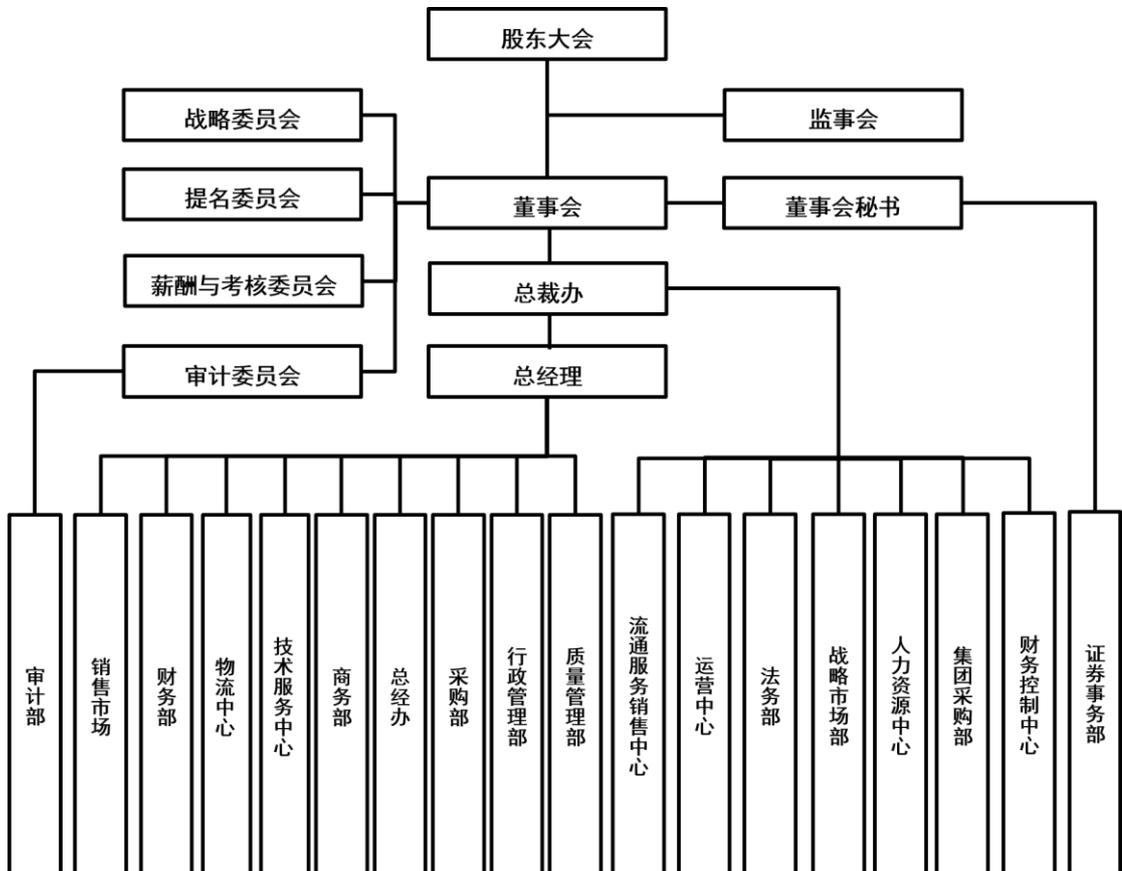
公司与实际控制人关系图



注：根据润达医疗提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据润达医疗提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例	主营业务	2019年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
上海润达医疗科技股份有限公司	润达医疗	本级	—	流通	21.90	19.93	22.63	0.84	2.57	
上海惠中医疗科技有限公司	惠中医疗	一级子公司	100%	生产、研发	0.35	2.17	0.82	0.06	-0.04	
上海惠中诊断技术有限公司	惠中诊断	一级子公司	100%	流通	0.44	0.18	1.44	0.00	0.06	
上海惠中生物科技有限公司	惠中生物	一级子公司	100%	生产、研发	0.16	0.54	1.29	0.16	0.33	
青岛益信医学科技有限公司	青岛益信	一级子公司	100%	流通	2.75	2.46	6.07	0.22	0.89	
济南润达生物科技有限公司	济南润达	一级子公司	70%	流通	0.96	0.93	2.01	0.21	0.07	
哈尔滨润达康泰生物科技有限公司	哈尔滨润达	一级子公司	100%	流通	1.71	1.58	2.72	0.11	0.87	
上海昆涑生物科技有限公司	昆涑生物	一级子公司	60%	生产、研发	0.04	0.18	0.76	0.11	0.01	
上海润达榕嘉生物科技有限公司	润达榕嘉	一级子公司	51%	流通	0.84	0.26	2.44	0.07	0.01	
苏州润达汇昌生物科技有限公司	苏州润达	一级子公司	51%	流通	0.22	0.42	1.13	0.11	0.01	
黑龙江龙卫精准医学检验中心有限公司	黑龙江龙卫	二级子公司	70%	实验室	0.88	0.10	0.90	-0.12	-0.04	
杭州怡丹生物技术有限公司	怡丹生物	一级子公司	57%	流通	0.17	1.52	4.99	0.58	0.40	
山东鑫海润邦医疗用品配送有限公司	鑫海润邦	一级子公司	100%	流通	2.27	1.63	6.37	0.33	-0.18	
合肥润达万通医疗科技有限公司	合肥润达	一级子公司	40%	流通	0.70	1.02	2.58	0.22	-0.25	
北京东南悦达医疗器械有限公司	北京东南	一级子公司	60%	流通	0.00	4.06	6.98	0.80	0.52	
长春金泽瑞医学科技有限公司	长春金泽瑞	一级子公司	60%	流通	0.00	4.31	8.02	1.70	0.98	

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例	主营业务	2019年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务 余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现 金净流入量	
云南润达康泰医疗科技有限公司	云南润达康泰	一级子公司	51%	流通	0.28	0.31	1.09	0.09	0.06	
武汉润达尚检医疗科技有限公司	武汉润达尚检	一级子公司	51%	流通	0.63	1.77	1.80	0.48	0.11	
武汉优科联盛科贸有限公司	武汉优科联盛	一级子公司	51%	流通	0.55	1.84	3.33	0.55	0.00	
上海康夏医疗科技有限公司	上海康夏	一级子公司	100%	流通	0.00	0.00	0.64	-0.01	0.06	
上海瑞美电脑科技有限公司	上海瑞美	一级子公司	60%	信息科技	0.06	0.73	0.98	0.21	0.14	
杭州润达医疗管理有限公司	杭州润达管理	一级子公司	100%	流通	3.01	0.99	0.00	-0.01	-3.99	

注：根据润达医疗 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额[亿元]	71.25	75.43	90.33	89.82
货币资金[亿元]	5.50	3.73	8.44	7.88
刚性债务[亿元]	30.47	26.97	34.16	38.59
所有者权益[亿元]	27.49	31.31	35.16	35.53
营业收入[亿元]	43.19	59.64	70.52	12.99
净利润[亿元]	2.97	4.32	5.11	0.51
EBITDA[亿元]	6.59	10.02	11.70	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.88	5.39	2.47	-2.77
投资性现金净流入量[亿元]	-17.50	-3.01	-2.81	0.54
资产负债率[%]	61.43	58.49	61.07	60.45
权益资本与刚性债务比率[%]	90.21	116.09	102.94	92.08
流动比率[%]	120.30	119.18	108.11	108.41
现金比率[%]	17.72	10.73	18.83	16.09
利息保障倍数[倍]	4.54	4.15	4.00	—
担保比率[%]	0.40	—	—	—
营业周期[天]	218.86	223.28	217.10	—
毛利率[%]	28.16	27.51	27.16	22.63
营业利润率[%]	8.81	9.69	9.60	5.54
总资产报酬率[%]	8.83	10.63	11.04	—
净资产收益率[%]	11.96	14.70	15.38	—
净资产收益率*[%]	9.95	10.93	11.76	—
营业收入现金率[%]	103.09	105.89	106.22	122.98
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.63	15.88	5.60	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-58.70	5.42	-0.69	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.02	5.34	5.11	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.29	0.35	0.38	—

注：表中数据依据润达医疗经审计的2017~2019年及2020年第一季度度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2}+365/{报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

注：除AAA、CCC及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级，CCC级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用方法概论评级方法》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。